



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

ESCOLA DE DIREITO - PORTO

EM TEMPOS DE CRISE - O ARGUMENTO DA EMPRESA
INSOLVENTE NO ÂMBITO DAS CONCENTRAÇÕES
HORIZONTAIS DE EMPRESAS

Dissertação apresentada para obtenção do grau de Mestre em Direito

Por

Carla Figueiredo Pinto

Sob orientação da Professora Doutora Sofia Oliveira Pais

Fevereiro 2016

"Àquele que pode fazer imensamente mais do que pedimos ou imaginamos"

Efésios 3:20

Às Sofias

Índice

Lista de abreviaturas	4
1. Introdução. Noção e Enquadramento	5
2. O Argumento da Empresa Insolvente na União Europeia - Uma evolução em três fases	
2.1 O caso Kali and Salz/ Mdk/ Treuhand	8
2.2 O caso BASF/Eurodiol/ Pantochin	11
2.3 Os casos Olympic/ Aegean Airlines	12
3. O Método Contrafactual e o Argumento da Empresa Insolvente	
3.1 Uma análise dinâmica e prospetiva	15
3.2 Os casos JCI/Fiamm e IAG/BMI	19
4. O Argumento da Empresa Insolvente - Análise dos seus pressupostos	
4.1 Exclusão da empresa do mercado devido a dificuldades financeiras	22
4.2 Ausência de uma aquisição alternativa menos prejudicial à concorrência	26
4.3 Saída inevitável dos ativos do mercado	27
5. "What's new under the sun?" - Algumas considerações sobre o argumento da empresa insolvente	
5.1 As particularidades do caso Nynas/ Shell/ Harburg Refinery - uma mudança de paradigma?	29
5.2 Finalidades extra-concorrenciais - qual o seu papel?	35
6. Conclusão. Posição adotada	39
Referências Bibliográficas	42

Lista de abreviaturas

CAT	Competition Appeal Tribunal
CC	Competition Commission (UK)
Cfr.	Confrontar
Comissão	Comissão Europeia
Consult.	Consultado
DE	Decisão da Comissão
e.g.	por exemplo
et.al.	entre outros
FTC	Federal Trade Commission
HMG	Horizontal Merger Guidelines
i.e.	isto é
Ibid.	Ibidem
Inc.	Incorporated
JOUE	Jornal Oficial da União Europeia
Ltd.	Limitada
No.	Número
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OFT	Office of Fair Trading
Op. Cit.	Citação
p.	página
pp.	páginas
RU	Reino Unido
TFUE	Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia
TJ	Tribunal de Justiça
TPI	Tribunal de Primeira Instância
TUE	Tratado da União Europeia
UE	União Europeia

1. Introdução. Noção e Enquadramento

"Antitrust law also does not protect the survival of firms for their own sake; as often stated, it seeks to protect competition, not competitors."

Brown Shoe Co v. United States, 370 US 294, 320 (1962)

Durante períodos de crise económico-financeira, as empresas acabam por enfrentar sérias dificuldades não só do ponto de vista da sua estabilidade e solvabilidade, mas também o desafio de reforçarem ou manterem a sua posição e competitividade no mercado. Por conseguinte, será natural que nestes períodos de recessão económica aumentem os processos de reestruturação e revitalização de empresas e em último termo, a sua própria declaração de insolvência. Neste contexto, verifica-se que muitas vezes estes processos de reestruturação implicam a venda de ativos da empresa ou a sua aquisição ou fusão com outra empresa. Aliás, não serão raros os casos em que o processo de fusão ou aquisição será a única solução viável, a fim de se evitar a declaração de insolvência. Ora, estas "rescue mergers" poderão estar sujeitas ao controlo por parte das autoridades competentes no domínio do direito da concorrência,¹ no sentido de se averiguar se essa operação de concentração implicará ou não uma restrição significativa da concorrência, que diga-se, desde já, na maioria dos casos, resultará na criação ou reforço de uma posição dominante. Por forma a que a operação de concentração seja viabilizada, as partes alegarão eventuais ganhos de eficiência, proporão compromissos que permitam minorar ou eliminar qualquer efeito prejudicial no mercado e, neste âmbito específico, será comum as partes invocarem a doutrina da "failing firm defence" ou entre nós, o argumento da empresa insolvente. O

¹ Entenda-se que nem todas as operações de concentração estarão sujeitas ao crivo do direito da concorrência. Obviamente, terão que assumir uma determinada dimensão para que se possa falar em possíveis distorções da concorrência. Assim, ao nível da UE, uma concentração de empresas assumirá dimensão comunitária quando o volume de negócios das empresas ultrapassar determinados limiares, previstos no art.1.º do Regulamento das Concentrações Comunitárias, Regulamento (CE) N.º 139/2004 do Conselho, de 20 de Janeiro de 2004. Ao nível dos Estados Membros, Portugal no art.37.º da Lei da Concorrência, Lei n.º19/2012, de 8 de Maio, estabelece também quais as operações de concentração sujeitas a notificação prévia à Autoridade da Concorrência. O direito norte-americano no Clayton Act, title15U.S.C.§18a, prevê as condições de notificação prévia obrigatória ao FTC.

argumento da empresa insolvente aplicar-se-á aos casos em que, pelo menos, uma das empresas objeto da concentração é uma "empresa insolvente" e não se possa "considerar que a deterioração da estrutura concorrencial após a concentração é causada pela concentração"². Ou seja, a solução passará pela comprovação de que as condições da concorrência se deteriorariam, pelo menos na mesma medida, quer se verificasse ou não a concentração ("the counterfactual analysis").

Segundo o Relatório da OCDE de 2009³, que se debruçou especificamente sobre o argumento da empresa insolvente, concluiu-se que em períodos de crise económico-financeira, como aquele que ainda hoje enfrentamos, as empresas tendem a salvaguardar a sua permanência no mercado através de operações de concentração com os seus concorrentes diretos. Por conseguinte, caberá às autoridades da concorrência competentes estabelecer a distinção entre as empresas que de facto se encontram no âmbito de aplicação desta doutrina, por se tratarem verdadeiramente de "failing firms" e aquelas que comumente são designadas de "weak competitors" ou "flailing firms". Entenda-se que, o facto de uma empresa enfrentar um ciclo de perdas, ("transitory distress"), e por esse motivo apresentar resultados negativos, não a torna "insolvente" para efeitos do direito da concorrência, situação esta muito diferente da de uma empresa que já vem apresentando perdas contínuas ao longo dos tempos e que muito dificilmente reverterá esse padrão negativo ("declining industry"). Certamente, que durante períodos de recessão económica a distinção torna-se ainda mais difícil de avaliar, pois que "in declining industry situations it is more likely that firms flailing today will be failing tomorrow".⁴ São estas e outras preocupações que levaram a que a Comissão adotasse uma abordagem muito restritiva quanto à avaliação do preenchimento dos critérios que enformam a "failing firm defence". Em consequência, são muitos poucos os casos em que esta doutrina foi invocada com sucesso, impelindo as partes a não alegar, por forma a que Comissão proceda a uma análise contrafactual global, fora dos seus critérios mais restritos.

² Ponto 89 das Orientações para a apreciação das concentrações horizontais, JOUE C 31 de 05/02/2004.

³ OCDE, "Policy Roundtables: The failing firm defence", 2009, p.20, <http://www.oecd.org/competition/mergers/45810821.pdf>

⁴ OCDE, "Policy Roundtables failing firm defence", 1995, p.22 <http://www.oecd.org/competition/mergers/1920253.pdf>

Posto isto, uma das primeiras questões que surge quando falámos de "merger review" em tempos de crise económica, prende-se com o problema da possibilidade de adaptação do direito da concorrência a estes intervalos de recessão económica. Mais especificamente, não deverá a Comissão adotar uma posição mais tolerante na forma como averigua o preenchimento dos pressupostos da doutrina do argumento da empresa insolvente, sob pena de cercear a sua aplicação a um número muitíssimo limitado de casos, e desta forma, retirar o efeito prático desta matéria a um vasto potencial campo de aplicação? As possíveis conclusões a estas interrogações terão o seu devido lugar ao longo deste trabalho, todavia tomar-se-á como premissa de partida que "keeping markets competitive is no less important during times of economic hardship than during normal times."⁵

⁵ SHAPIRO, Carl, "Competition Policy in distressed industries", Department of Justice, 2009, p.2. <http://www.justice.gov/atr/speech/competition-policy-distressed-industries>.

2. O Argumento da Empresa Insolvente na União Europeia - Uma evolução em três fases

2.1 O caso Kali and Salz/ Mdk/ Treuhand

Se o argumento da empresa insolvente encontra as suas raízes nos Estados Unidos, nos anos 30, com a decisão jurisprudencial ao caso "International Shoe Co. v. FTC"⁶, na UE teremos que nos reportar a 1991, logo depois de ter entrado em vigor o primeiro regulamento sobre concentrações de empresas⁷, para encontrarmos o primeiro caso em que o argumento da empresa insolvente foi objeto de análise, o caso *Aerospatiale - Alenia/ De Havilland*⁸. Esta operação de concentração consistia na aquisição conjunta por parte da *Aerospatiale* (francesa) e da *Alenia* (italiana) dos ativos da empresa *De Havilland*, filial canadiana da *Boeing*. Todas estas empresas fabricavam aeronaves. A *Aerospatiale* e a *Alenia* detinham, desde 1981, através de uma "joint venture", a *ATR* ("Avions de Transport Régional"), empresa italo-francesa que atuava no mercado relevante afetado pela proposta de concentração. As atividades da *De Havilland* e da *ATR* eram concorrentes no que respeita ao mercado relevante das "medium-size turboprop aircrafts". Por conseguinte, esta operação de concentração permitiria que a nova entidade atingisse 64 % da quota de mercado, no mercado relevante referido.⁹ A Comissão bloqueou esta operação de concentração, apesar de as partes terem alegado que a *Boeing* encerraria a *De Havilland*. A Comissão não aceitou o argumento da empresa insolvente, fundamentando a sua decisão na qualidade dos produtos da empresa, no facto dos preços dos seus produtos terem aumentado e os seus custos de produção terem diminuído, referindo ainda que haveriam vários potenciais compradores para a *De Havilland*.

O momento em que pela primeira vez, com sucesso, foi aplicada a doutrina do argumento da empresa insolvente, ou como a Comissão denominou na altura "rescue

⁶280 U.S. 291(1930). Cfr. CORREIA, Edward O., "Re-examining the failing company defence", in *Antitrust Law Journal*, vol. 64, n.º 3, Primavera 1996, pp. 683-687.

⁷ Regulamento (CEE) n.º 4064/89, de 21 de Dezembro de 1989

⁸DC, No. IV/M053, 2 de Outubro de 1991

⁹Cfr. KOKKORIS, Ioannis, "Failing firm defence in the European Union. A panacea for mergers?", in *European Competition Law Review*, vol.27, n.º 9, 2006, p.498

merger doctrine", foi no caso Kali and Salz/ Mdk/ Treuhand¹⁰. Em Julho 1993, a Comissão recebeu a notificação de uma operação de concentração, mais precisamente a criação de uma "joint venture" entre as empresas Kali and Salz, filial do grupo químico BASF, e a Mitteldeutsche (Mdk), que tinha como único acionista um organismo de direito público alemão encarregado da reestruturação das empresas da antiga RDA, Treuhandanstalt (Treuhand). A Kali and Salz e a Mdk atuavam no domínio do potássio e do sal-gema. Com esta operação de concentração, a nova entidade adquiriria uma posição de monopólio no mercado alemão (98% da quota de mercado). A Comissão, nesta decisão, estabeleceu determinados pressupostos, no sentido de levar a cabo a aplicação do argumento da empresa insolvente. Assim, 1) a empresa adquirida seria obrigada a sair do mercado a curto prazo caso não fosse adquirida por outra empresa; 2) não existe qualquer solução alternativa menos restritiva da concorrência e 3) a quota de mercado da empresa adquirida, no caso de esta sair do mercado, seria absorvida pela empresa adquirente.¹¹ No presente caso, a Comissão deu por verificados todos estes requisitos, concluindo, desta forma, que a deterioração da estrutura do mercado concorrencial não era causada pela operação de concentração.

Esta tomada de posição da Comissão foi alvo de recurso para o TJ,¹² que na sua decisão referiu um aspeto de suma importância e que respeita ao terceiro requisito supra mencionado:

"(...) há que verificar que, na ausência deste critério, uma operação de concentração, desde que estivessem satisfeitos os restantes critérios, poderia ser considerada como não sendo a causa da deterioração da estrutura concorrencial do mercado, mesmo quando se afigurasse que, na ausência da referida concentração, a empresa que procede à aquisição não obteria a totalidade da quota de mercado da empresa adquirida. Assim, a existência de um nexo de causalidade entre a concentração e a deterioração da estrutura concorrencial do mercado poderia ser posta de parte precisamente

¹⁰DC, No IV/M.308, 14 de Dezembro de 1993

¹¹Ibid ponto 71. Cfr. PAIS, Sofia O. "Failing firm defence in merger cases: A first look", in *Juris et de Jure - Nos vinte anos da Faculdade de Direito da Universidade Católica*, 1998, Lisboa: Universidade Católica Portuguesa, pp. 1258 - 1261.

¹² Processo C-68/94.

quando, sem a concentração, a deterioração da estrutura concorrencial do mercado seria menor."¹³

Apesar desta advertência do TJ, a Comissão continuou a aplicar a doutrina do argumento da empresa insolvente tal como tinha fixado na solução Kali and Salz. Assim, no caso Saint Gobain/ Wacker - Chemie/ NOM¹⁴, que respeitava à criação de uma "joint venture", no âmbito do sector do carboneto de silício, entre a *Société européenne des produits réfractaires* ("SEPR"), que pertencia ao grupo francês Saint Gobain e a *Elektrochemischewerk Kempten* ("ESK"), que pertencia ao grupo alemão Wacker-Chemie e Nom, detida pelo estado holandês, a Comissão rejeitou o argumento da "failing firm defence" com base nos critérios estabelecidos na decisão Kali and Salz.¹⁵ É ainda de mencionar o caso Blokker/Toys "R" US (II)¹⁶, onde a Comissão volta a rejeitar a doutrina da FFD, referindo expressamente que: '

"A quebra do nexo de causalidade entre a operação e o seus efeitos sobre o mercado não se estabeleceu neste caso. Não foi provado que a totalidade da quota de mercado da Toys "R" Us iria para Blokker."¹⁷

Concluir-se-á assim, que esta abordagem extremamente restritiva da Comissão conduziu a que quase durante dez anos a invocação da "failing firm defence" nunca obtivesse sucesso. De facto, desde o caso Kali and Salz até 2001, com o caso BASF/ Eurodiol/ Pantochin, onde os critérios foram redefinidos, a Comissão não permitiu nenhuma operação de concentração com base no argumento da empresa insolvente, pela simples razão de que o facto de a quota de mercado da "empresa insolvente" ter de ser absorvida pela empresa adquirente só funcionaria num mercado relevante muito concentrado, para não dizer que só se lograria o seu integral preenchimento numa situação de duopólio. Quanto a este aspeto, a doutrina não se coibiu de considerar esta primeira abordagem da Comissão muito restritiva, defendendo uma interpretação mais alargada, que permitisse a introdução de outras considerações. Assim, por um lado, entendeu que o critério da

¹³Ibid., ponto 114

¹⁴ DC, No IV/M. 774, 4 de Dezembro de 1996

¹⁵Para maiores desenvolvimentos, ver, KOKKORIS, Ioannis, *op.cit.*, p.499

¹⁶ DC, NoIV/M.890, 26 de Junho de 1997

¹⁷ Ibid. ponto 112

absorção da quota de mercado da empresa insolvente revelar-se-ia até desconexo com o próprio direito da concorrência, porquanto ao limitar-se a aplicação desta doutrina a situações em que a empresa adquirente detenha uma posição dominante no mercado estar-se-ia a permitir que essa mesma empresa pudesse reforçar ainda mais a sua posição no mercado. Por outro lado, os possíveis ganhos de eficiência decorrentes da concentração deveriam relevar na decisão da Comissão ¹⁸

2.2. O caso BASF/Eurodiol/ Pantochin

Nesta senda, em 2001, no caso BASF/ Eurodiol/ Pantochin¹⁹, a Comissão deu um passo fundamental na evolução do argumento da empresa insolvente. A concentração *sub judice* consistia na aquisição da Eurodiol e Pantochin (empresas detidas pela italiana SISAS Spa) pela BASF Antwerpen NV (filial da BASF). Reconhecendo que o critério da absorção da quota de mercado era demasiado restritivo, a Comissão fixou os seguintes critérios: 1) a empresa adquirida será num futuro próximo obrigada a sair do mercado se não for adquirida por outra empresa; 2) não há nenhuma outra aquisição alternativa menos restritiva da concorrência e 3) os ativos sairiam num futuro próximo do mercado caso não fossem adquiridos por outra empresa.²⁰ Na sua decisão, a Comissão considerou verificados estes três requisitos. Assim, tanto a Eurodiol como a Pantochin estavam sob um regime pré-insolvencial e a sua empresa-mãe, a italiana SISAS SPA, Milano estava mesmo já a enfrentar um processo de insolvência. Por outro lado, a Comissão reconheceu a inexistência de um comprador alternativo, concluindo que não existia nenhuma outra solução menos restritiva da concorrência. Quanto ao último requisito, não persistiram dúvidas que os ativos da empresa sairiam do mercado, o que levaria a uma considerável deterioração das condições do mercado, com desvantagens para os consumidores.²¹

Em 2004, surgiu um novo regulamento relativo ao controlo das concentrações de empresas, o regulamento (CE) N.º 139/2004, de 20 de Janeiro e também, no mesmo ano, são publicadas as Orientações para a apreciação das concentrações horizontais nos

¹⁸Cfr. PAIS, Sofia, *op. cit.*, p.1261-1262; ROUSSEVA, Ekaterina, MONTI, Giorgio, "Failing Firm Defence in the framework of the EC Merger Control Regulation", *in European Law Review*, 24(1), 1999, pp.38-55

¹⁹ DC , COMP/M.2314, 11 de Julho de 2001

²⁰ Ibid. ponto 142

²¹Cfr. KOKKORIS, Ioannis, *op. cit.*, pp. 502 e 503.

termos do regulamento do Conselho relativo ao controlo das concentrações de empresas (2004/C 31/03). Neste último documento, a Comissão no ponto 90 define quais os critérios relevantes para a aplicação do "argumento da empresa insolvente", aliás de acordo com aquilo que tinha estabelecido no caso BASF: 1) a empresa alegadamente insolvente seria num futuro próximo excluída do mercado devido a dificuldades financeiras, se não fosse adquirida por outra empresa; 2) não existe qualquer aquisição alternativa que provoque menos distorções da concorrência do que a concentração notificada e 3) na ausência de concentração, os ativos da empresa sairiam inevitavelmente do mercado. É à luz destes critérios que hoje a doutrina da "failing firm defence" é apreciada na UE. Contudo, e apesar da significativa alteração introduzida pela decisão ao caso BASF, teríamos que esperar cerca de dez anos para que o argumento da empresa insolvente voltasse a ter aplicação prática.

2.3 Os casos Olympic/ Aegean Airlines

O casos Olympic/ Aegean Airlines distinguiram-se pelo facto de, pela primeira vez, a Comissão ter alterado a sua decisão no que respeita à avaliação de uma operação de concentração. Assim, em 2011²² a Comissão não autorizou a concentração entre as duas maiores companhias aéreas gregas, a Aegean Airlines e a Olympic (Olympic/ Aegean I) porém, em 2013²³ alterou o sentido da sua decisão, permitindo a operação de concentração entre estas mesmas empresas (Olympic/ Aegean II).²⁴ Todavia, as circunstâncias económicas quer das empresas em análise, quer do mercado grego não eram as mesmas, como também a própria proposta de concentração se alterou de 2011 para 2013.

²² DC , COMP/M.5830, 26 de Janeiro de 2011

²³ DC , COMP/M.6796, 9 de Outubro de 2013

²⁴ Sobre este caso ver, KOMNINOS, Assimakis e JERAM, Jan, "Changing mind in changed circumstances: Aegean/Olympic II and the failing firm defence" in, *Journal of European Competition Law & Practise*, vol. 5, n.º 9, 2014, pp. 605-615; FONTOUKAKOS, Kyriakos, GEARY, Lisa, " The Failing Firm Defence – Some Further Thoughts Post Nynas/Shell and Aegean/Olympic II", in *C.P.I. Europe Columm*, 2015. <https://www.competitionpolicyinternational.com/the-failing-firm-defence-some-further-thoughts-post-nynasshell-and-aegeanolymptic-ii-introduction>; KOKKORIS, Ioannis, "The two shades of grey: The Aegean/Olympic air transaction in 2011 and 2013" in *International Corporate Rescue*, 11(4), 2014

A 24 de Junho de 2010 a Comissão recebeu a notificação de um projeto de concentração nos termos do qual, os grupos Vassilakis (accionista detentor de 36.3% da Aegean), Laskaridis (accionista detentor de 19% da Aegean) e Marfin Investment (accionista único da Olympic) adquiririam, de acordo com o art.3.º n.º1, al. b) do regulamento das concentrações comunitárias²⁵, o controlo exclusivo de uma nova empresa mediante aquisição de ações, que englobaria as atividades das empresas Aegean Airlines S.A., Olympic Air S.A., Olympic Handling S.A. e Olympic Engineering S.A., designadas conjuntamente por Olympic. A Comissão deu por não verificados nenhum dos pressupostos do argumento da empresa insolvente e como tal, bloqueou esta operação de concentração.²⁶ Quanto à situação financeira da Olympic, entendeu a Comissão que, tendo a Olympic sido privatizada em 2009, estas perdas eram uma consequência da sua “start up phase” e não uma evidência de que o mercado grego era incapaz de sustentar duas companhias aéreas.²⁷ No que concerne à própria situação financeira da Olympic Air, a Comissão considerou que apesar dos resultados negativos apresentados, tal elemento não podia ser considerado como prova suficiente de que a empresa estaria no limite da insolvência. Além do mais, a própria empresa – mãe estaria em condições de poder auxiliar a Olympic, o que inclusivamente lhe seria mais favorável do que deixar a empresa entrar num processo de insolvência.²⁸

As partes recorreram da decisão da Comissão para o TG²⁹, todavia acabaram por desistir do recurso, pedindo o seu arquivamento, porquanto cerca de 2 anos depois, a Comissão era informada de uma nova proposta de concentração que envolvia as mesmas partes. Destarte, a 28 de Fevereiro de 2013, a Comissão recebeu a notificação de um projeto de concentração, nos termos do qual a empresa Aegean Airlines, mediante a aquisição de ações, adquiriria o controlo da totalidade da empresa Olympic Air SA.³⁰ O valor a ser pago pela Aegean, por 100% da Olympic Air SA, situou-se nos 72 milhões de euros. De acordo com esta nova proposta, a Olympic Air, e somente esta³¹, passará a ser uma filial da Aegean. Note-se que, o volume de negócios destas

²⁵ Regulamento (CE) N.º 139/2004 do Conselho de 20 de Janeiro de 2004

²⁶ DC, COMP/M5830, ponto 2120

²⁷ Ibid., Ponto 2002

²⁸ Ibid., Pontos 2018 e 2039

²⁹ Processo T- 202/11

³⁰ JOUE C 70, 9 de Março de 2013

³¹ A Olympic Handling e a OlympicEngineering ficaram excluídas desta operação de concentração.

duas empresas, muito devido à própria crise económica grega, baixou de tal ordem que esta segunda operação de concentração não atingiu o limiar mínimo para adquirir dimensão comunitária. Consequentemente, a 30 de Outubro de 2012, a Comissão enviou uma carta, ao abrigo do art.22.º, n.º5 do Regulamento das concentrações comunitárias, informando as autoridades da concorrência grega e cipriota de que estavam preenchidos os requisitos do art.22.º, n.º1 do mesmo diploma e, deste modo, pedindo a remessa do processo à luz destas disposições³², o que se veio a concretizar.

A Comissão não teve margem para adotar outra solução que não fosse a de permitir esta operação de concentração. Com efeito, nas próprias palavras de Joaquín Almunia:

"A investigação detalhada revelou que, em contraste com a situação há 2 anos atrás, a Olympic hoje não é simplesmente capaz de atuar fora da Aegean. (...) Atualmente, devido à crise económica grega e à situação financeira muito difícil da Olympic, a Olympic seria forçada em breve a sair do mercado, com ou sem a concentração. Se não fosse adquirida pela Aegean, a Olympic simplesmente encerraria. (tradução nossa)"³³.

Numa outra decisão da Comissão, contemporânea da aqui em análise, o caso Nynas/ Shell/ Harburg Refinery³⁴, considerou-se que, também aqui, a Comissão autorizou esta concentração com fundamento no argumento da empresa insolvente. Todavia, os contornos desta decisão terão o seu desenvolvimento devido, em momento posterior deste trabalho.

³² Decisão da Comissão, M.6796 - Aegean / Olympic II

³³ Almunia, Joaquín, "Statement on Aegean/Olympic Air merger", 9/10/2013. http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-13-800_en.htm

³⁴ DC, COMP/ M.6360, 2 de Setembro de 2013

3. O Método Contrafactual e o Argumento da Empresa Insolvente

3.1. Uma análise dinâmica e prospetiva

O método contrafactual é usado para avaliar os efeitos de um atual ou hipotético evento e desempenha um papel importante na área do controlo das concentrações, mas também no que respeita à aplicação dos artigos 101.º e 102.º do TFUE. O termo "contrafactual" refere-se ao cenário hipotético no qual a operação de concentração não teve lugar.³⁵ Neste sentido, se a Comissão considerar que o cenário contrafactual é menos lesivo para a concorrência do que aquele no qual a concentração terá lugar, então bloqueará esta operação a menos que as partes apresentem ou a Comissão imponha condições para a sua aprovação ("remédios" ou medidas de correção).

A ideia que subjaz ao método contrafactual foi mencionada pelo TJ, pela primeira vez, em 1966, na sua decisão ao caso *Société Technique Minière*, onde se lê: "A concorrência deve, neste caso, ser apreciada no quadro real em que se produziria se não existisse o acordo controvertido".³⁶ Atualmente, nas orientações para a apreciação das concentrações horizontais prevê-se que:

"Ao apreciar os efeitos de uma concentração sobre a concorrência, a Comissão compara as condições de concorrência resultantes da concentração notificada com as condições que se verificariam se a concentração não fosse realizada. Na maior parte dos casos, as condições de concorrência existentes na altura da concentração constituem o elemento de comparação relevante para a apreciação dos efeitos de uma concentração. Todavia, nalgumas circunstâncias, a Comissão poderá tomar em consideração futuras alterações do mercado que possam ser previstas de forma razoável".³⁷

³⁵ "O contrafactual descreve o mundo na ausência desse evento. Se o evento já ocorreu, é preciso construir um passado alternativo (...). Se o evento ainda não ocorreu, é necessário contemplar um futuro alternativo." (tradução nossa) GERADIN, Damien e GIRGENSON, Ianis, "The Counterfactual Method in EU Competition Law: The Cornerstone of the Effects-Based Approach", Dezembro 2011, pag.1, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1970917

³⁶ Processo C- 56/65, *Société Technique Minière e Maschinenbau Ulm*, 1966, pág. 388.

³⁷ Ponto 9 das Orientações para a apreciação das concentrações horizontais. Cfr. também as "Merger Assessment Guidelines", uma publicação conjunta do OFT e da "Competition Commission" (UK), disponível em

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/284449/OFT1254.pdf, ponto 4.3.2, onde se dispõe que, "A descrição do contrafactual é afetada pela medida em que os eventos ou circunstâncias e as suas consequências são previsíveis, permitindo às autoridades prever com alguma confiança. O período previsível, por vezes, pode ser relativamente curto. As autoridades podem ainda considerar os efeitos da concentração no contexto de um evento ou circunstância, mesmo que esse evento ou circunstância não seja suficientemente certo para incluir no contrafactual." (tradução nossa). Este último ponto merece especial relevância, pois que admite-se a existência de mais do que um cenário contrafactual e caberá à autoridade da concorrência competente, de entre as várias opções que se afiguram, escolher aquela que melhor se coaduna às exigências do caso concreto. O que nem sempre será fácil, principalmente se houver a suspeita de que as partes integrantes da concentração como que "provocaram" uma determinada realidade factual. Atente-se ao caso inglês *Stagecoach/ Preston Bus*. A Stagecoach Group Ltd. é uma empresa que opera no mercado dos transportes (autocarro e comboio). A Preston Transport Holdings Ltd. era uma empresa que proporcionava serviços de autocarro intraurbanos na área de Preston. Em 2006, a Stagecoach viu rejeitada a sua proposta de compra da Preston Bus. Logo de seguida, em 2007, a Stagecoach lança uma série de serviços intraurbanos na área de Preston, em concorrência direta com a Preston Bus. Esta última, em resposta, também introduziu um conjunto de novos serviços no mercado dos transportes. Como resultado, ambas as empresas sofreram perdas em consequência deste quadro concorrencial. Após um ano de perdas e perante as suas dificuldades financeiras, a Preston Bus decide vender o seu negócio. Em 2008, e de entre várias ofertas, a proposta da Stagecoach foi a vencedora. Ora, a Stagecoach referiu perante a "Competition Commission" (CC) que a Preston Bus era uma empresa insolvente, i.e., invocou o argumento da empresa insolvente, impondo como cenário contrafactual Setembro de 2008. A CC, por seu turno, considerou inapropriado fazer uma análise contrafactual tendo como ponto de referência a situação imediatamente anterior à concentração, pois que considerou tal cenário como que "anormal". (cfr. Oxera, "Counterintuitive? Counterfactual analysis in Stagecoach/Preston Bus", pág.3, http://www.oxera.com/Oxera/media/Oxera/downloads/Agenda/Counterfactuals_1.pdf?ext=.pdf). A CC, deste modo, desconsiderou o período que entendeu como "anormal" e atendeu às condições da concorrência ao período anterior à expansão da Stagecoach para Preston. "Por outras palavras, a Comissão parece dizer que quando o comportamento da sociedade adquirente antes da concentração contribui para a concentração, apesar de essa conduta não ter sido prosseguida com essa intenção e ainda que não tenha sido ilegal, esse comportamento pode ou deve ser desconsiderado do contrafactual, pelo menos se essa conduta não se baseia em "considerações comerciais normais" (tradução nossa) parágrafo 60 *Stagecoach group plc v Competition Commission*, case n.º 1145/4/8/09, *apud*, VELJANOVSKI, Cento, "Counterfactual tests in "Competition Law, Competition Law Journal", 4, Novembro 2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1714706. A Stagecoach recorreu para o "Competition Appeal Tribunal" (CAT), que apesar de ter considerado que de facto não estavam verificados os pressupostos do argumento da empresa insolvente, decidiu que não havia qualquer fundamento para desconsiderar o período anterior à concentração. Este caso demonstra a complexidade e essencialidade da determinação do contrafactual para a avaliação uma determinada operação de concentração.

Entenda-se, desde logo, que o método contrafactual não é mais do que um teste de causalidade. A construção de cenários hipotéticos mais não tem que a função de comprovar a existência de um nexo de causalidade entre aquela operação de concentração e uma posterior deterioração da concorrência.³⁸ No que a este ponto respeita, temos que distinguir, em primeiro lugar, dois tipos de análises contrafactuais, uma "ex ante" e outra "ex post". Como no presente trabalho tratamos das concentrações de empresas, então interessar-nos-á mais estudar o primeiro tipo, visto que neste âmbito a Comissão exerce controlo "ex ante".³⁹ O segundo tipo, que respeita principalmente às investigações da Comissão à luz dos artigos 101.º e 102º do TFUE, não será aqui abordado dado que se encontra fora da temática deste trabalho.

O standard contrafactual no controlo das concentrações de empresas é, regra geral, o "status quo ante", i.e., a situação que existe, em determinado mercado relevante, ao tempo em que a Comissão aprecia determinada concentração. É a partir deste standard, que a Comissão avaliará os possíveis efeitos anticoncorrenciais decorrentes dessa operação. Em particular, atenderá ao número de operadores no mercado e aos níveis de quotas de mercado e de concentração permitindo-lhe, num primeiro momento, compreender a situação concorrencial daquele mercado e a própria importância que as partes e seus concorrentes nele desempenham.⁴⁰ Este standard contrafactual pressupõe

³⁸ Neste sentido, a Comissão não poderá se opor a uma concentração se a empresa adquirente conseguir atingir os mesmos resultados de forma independente, i.e., atuando de forma isolada no mercado. Tome-se como exemplo o caso De Beers/LVMT (COMP/M.2333) A Comissão considerou que criação de uma "joint venture" entre as duas empresas no mercado retalhista de diamantes, não colocaria nenhum entrave significativo à concorrência, na medida em que a própria De Beers já detinha uma forte posição dominante no mercado de diamantes brutos, pelo que a empresa poderia alterar a sua estratégia de marketing introduzindo uma nova marca sem esta operação de concentração se verificar. Para maiores desenvolvimentos sobre este ponto, LINDSAY, Alistar e BERRIDGE, Alison, *The EU Merger Regulation: Substantive Issues*, Sweet & Maxwell, 2012, p.252.

³⁹ As empresas estão obrigadas a notificar previamente as suas concentrações que tenham dimensão comunitária e estas, salvo casos excepcionais, ficarão suspensas até decisão final da Comissão. Cfr. art.4.º do Regulamento n.º 139/2004 do Conselho, de 20 de Janeiro de 2004 relativo ao controlo das concentrações de empresas. Quanto à nossa Lei da Concorrência, Lei n.º19/2012, de 8 de Maio, ver art.37.º

⁴⁰ Sem dúvida que o nível de concentração global que existe num determinado mercado é um importante critério de avaliação da situação concorrencial. Para avaliar os níveis de concentração a Comissão aplica o índice Herfindahl-Hirschman (IHH). Presume-se que quando a quota de mercado das empresas objeto da concentração não ultrapassa 25% no mercado comum, ou numa parte substancial deste, não são

que na ausência da concentração o mercado continuará inalterado ("static counterfactuals"). Porém, sabemos que muitas vezes não será assim. Aliás, e como já citado, a Comissão deverá levar a cabo uma análise prospetiva, no sentido de considerar possíveis futuras alterações no mercado. Ora, é neste âmbito das "dynamic counterfactuals" que se insere o argumento da empresa insolvente. Nestes casos, o standard de ponderação já não será o "status quo ante", mas um futuro alternativo no qual uma das empresas objeto da concentração sai do mercado.⁴¹ Logo, a Comissão terá que analisar duas situações hipotéticas futuras alternativas, o que torna a sua avaliação mais difícil, na medida em que se cria um grau de incerteza maior. Tome-se em atenção, que o argumento da empresa insolvente é apenas um exemplo da aplicação do método contrafactual através de uma perspetiva dinâmica. Quer isto dizer, que esta abordagem da Comissão vai muito além do argumento da empresa insolvente, porquanto considerar um futuro cenário hipotético, no qual as condições de mercado se alteram, não implica que uma das empresas seja tida como "insolvente".

O caso Deloitte & Touche/ Andersen UK⁴² permite-nos uma melhor compreensão sobre a aplicação do método contrafactual. Em consequência do escândalo "Enron" em 2001, a empresa auditora Arthur Anderson acabou por se desintegrar, deixando de pertencer ao top das "Big Five"⁴³. Consequentemente, em 2002 a Deloitte notificou à Comissão a sua intenção de adquirir a filial da Arthur Anderson no RU. A Comissão, por sua vez, considerou que não existia um nexo de causalidade entre a

suscetíveis de entravar significativamente a concorrência. Cfr. pontos 14 a 21 das Orientações para a apreciação das concentrações horizontais. Ver também a Comunicação da Comissão relativa à definição de mercado relevante para efeitos do direito comunitário da concorrência, JOUE C 372 de 09/12/1997.

⁴¹ Posteriormente analisaremos os pressupostos do argumento da empresa insolvente e verificaremos que um dos seus critérios é a exclusão da empresa do mercado, a não ser que seja adquirida por outra empresa.

⁴²Decisão da Comissão, COMP/M.2810. A Comissão permitiu neste contexto, para além da aquisição da Andersen UK pela Deloitte, a aquisição da Andersen Germany e France pela Ernst & Young (casos COMP/M.2824 e COMP/M.2816 respetivamente). Cfr. JOERGENS, Konstantin, "Andersen and the 'Failing Firm': The Application of the 'Failing Firm Defence' in merger proceedings involving firms providing professional services", in *World Competition*, 26(3), 2003, pp.363-380

⁴³ A expressão "Big Five" referia-se às cinco maiores empresas de auditoria e consultadoria no mundo. Com a saída da Arthur Anderson, a nomenclatura alterou-se, sendo hoje o top das "Big Four" composto pelas empresas Ernst & Young, Deloitte, KPMG e PwC.

operação de concentração e uma possível posição dominante coletiva⁴⁴, referindo que era inevitável a redução de cinco para quatro das maiores empresas de auditoria e que a proposta de concentração não era mais prejudicial à concorrência em relação a outros possíveis cenários. Quanto a este último ponto, a Comissão analisou duas hipóteses: ou a Andersen Uk seria adquirida por uma das "Big Four" ou, os clientes da Andersen Uk iriam se distribuir pelas restantes quatro grandes empresas de auditoria. Concluiu a Comissão que qualquer um destes cenários não era menos gravoso para a concorrência do que a proposta de aquisição, pelo que excluiu a existência de um nexo de causalidade entre a operação de concentração e uma possível deterioração da estrutura concorrencial.⁴⁵

Por fim, observe-se que no caso em análise não estávamos verdadeiramente perante uma "failing firm". A Anderson Uk poderia continuar a operar no mercado como pequena ou média empresa apesar de, muito provavelmente, perder os seus grandes clientes para uma ou mais das "Big Four".⁴⁶

3.2 Os casos JCI/ Fiamm e IAG/BMI

A conclusão de que não existe uma relação de causalidade entre a deterioração das condições de concorrência e a concentração não se limita, como vimos, à aplicação do argumento da empresa insolvente. Isto posto, também será de assentir que a Comissão poderá determinar como contrafactual um cenário no qual uma das empresas seja excluída do mercado e, no entanto, os pressupostos da "failing firm defence" não se verificarem. Vejamos os seguintes exemplos.

A VB Autobatterie, empresa controlada conjuntamente pela Johnson Controls Inc. ("JCI") e pela Bosch notificou a Comissão do seu interesse em adquirir o controlo exclusivo do grupo italiano FIAMM.⁴⁷ Ambas as empresas produziam baterias para automóveis. Com a operação de concentração, a VB ficaria com uma posição dominante

⁴⁴Ibid, ponto 44.

⁴⁵Ibid., ponto 54. Cfr. BACCARO, Vincenzo, "Failing firm defence and lack of causality: doctrine and practice in Europe of two closely related concepts", in *European Competition Law Review*, 25(1), 2004, pp.6-7

⁴⁶ GERADIN, Damien, GIRGENSON, Ianis, *op. cit.*, págs. 5 e 6.

⁴⁷ DC, No COMP/M.4381, 10 de Maio de 2007. Cfr. GERADIN, Damien, GIRGENSON, Ianis, "The Counterfactual Analysis in EU Merger Control", Novembro 2013, págs.7 e 8. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2357026

neste mercado relevante em vários estados membros. Por outro lado, a FIAMM enfrentava graves dificuldades financeiras, tendo concluído a Comissão de que de facto era muito provável que, se a FIAMM não fosse adquirida pela VB entraria num processo de insolvência.⁴⁸ Porém, concluiu a Comissão que não estavam verificados todos os pressupostos do argumento da empresa insolvente, na medida em que os ativos da empresa não saíam do mercado, pois com grande probabilidade, os seus concorrentes adquiririam os seus ativos no contexto de um processo de insolvência.⁴⁹ Não obstante, a Comissão tomou em consideração vários cenários contrafactuais, nos quais a FIAMM saíria do mercado, tendo concluído pela existência de um nexo de causalidade entre a proposta de concentração e posteriores efeitos adversos na estrutura de mercado concorrencial.⁵⁰ No entanto, a concentração acabou por ser declarada compatível com o mercado comum após as partes terem submetido um conjunto de medidas corretivas, no sentido de minorar os efeitos anti concorreciais da concentração e que foram aceites pela Comissão.⁵¹ No mesmo sentido se pronunciou a Comissão no caso IAG/BMI⁵². A operação consistia na aquisição da BMI, companhia aérea detida pela Lufthansa, pela IAG, "International Airlines Group". Na sua decisão, a Comissão afirmou que na ausência da transação, a BMI saíria de todos os mercados em que atuava, devido ao facto de não existir qualquer outra proposta credível de aquisição.⁵³ Sustentou, porém, que os direitos de tráfego detidos pela BMI não saíam inevitavelmente do mercado. Excluindo, deste modo, a aplicação da "failing firm defence" e atendendo às condições gerais do mercado, concluiu a Comissão que os efeitos negativos resultantes da insolvência da BMI seriam de curta duração, enquanto os efeitos negativos causados pela transação seriam de natureza estrutural. A concentração, novamente, só acabou por ser permitida após a assunção de alguns compromissos pelas partes notificantes. Verificamos, deste modo, que o facto de uma das partes da concentração notificada ser uma empresa em dificuldades financeiras e até no limite da insolvência, não deverá limitar a análise da concentração ao argumento da empresa insolvente.

⁴⁸ Ibid, ponto 721.

⁴⁹ Ibid, pontos 746 a 750.

⁵⁰ Ibid, ponto 816

⁵¹ Ibid, ponto 912

⁵² DC, No COMP/M.6447, 30 de Março de 2012

⁵³ Ibid, ponto 615

4. O Argumento da Empresa Insolvente - Análise dos seus pressupostos

No presente capítulo serão analisados individualmente cada um dos pressupostos do argumento da empresa insolvente, à luz do direito da UE, recorrendo-se quando necessário, à análise comparatística do direito norte-americano para um melhor entendimento desta matéria. Adianta-se, desde já, que prova dos critérios que enformam o argumento da empresa insolvente caberá às partes objeto da concentração⁵⁴.

Como já tivemos ensejo de referir anteriormente, de acordo com as Orientações para a apreciação das concentrações horizontais, a Comissão atenderá ao argumento da empresa insolvente se considerar preenchidos três critérios fundamentais⁵⁵:

- 1) A empresa alegadamente insolvente seria num futuro próximo excluída do mercado devido a dificuldades financeiras, se não fosse adquirida por outra empresa;
- 2) Não existe qualquer aquisição alternativa que provoque menos distorções da concorrência do que a concentração notificada;
- 3) Na ausência da concentração, os ativos da empresa insolvente sairiam inevitavelmente do mercado.

O direito norte-americano, por seu turno, prevê nas suas HMG⁵⁶:

"As autoridades, em regra, não consideram relevante a alegação de que os ativos da empresa insolvente sairiam do mercado, salvo se as seguintes condições se verificarem:

- 1) A empresa alegadamente insolvente seria incapaz de cumprir as suas obrigações financeiras num futuro próximo;

⁵⁴ Cfr. ponto 91 das Orientações. Sobre o ónus da prova nos casos de aplicação do argumento da empresa insolvente, ver BAVASSO, Antonio, LINDSAY, Alistair, "Causation in EC Merger Control", in *Journal of Competition Law and Economics*, 3(2), 2007, pp.190-194

⁵⁵ Ponto 90 das Orientações.

⁵⁶ ponto 11 das HMG. Atente-se que a atual redação do argumento da empresa insolvente foi revista em 2010. Até então, e desde 1992, estavam previstos quatro critérios. O quarto critério previa que na ausência da concentração os ativos sairiam do mercado. Hoje, esta ideia da saída dos ativos do mercado encontra-se no texto introdutório ao argumento da empresa insolvente. Com esta alteração, poder-se-á entender que se "aliviou" o ónus da prova que impende sobre as partes da prova dos vários critérios, na medida em que verificados os atuais três critérios como que se presume automaticamente pelo preenchimento do já revogado quarto critério. Cfr. DIGANGI, Kyle, "Cutting the Financial Fat From the Failing Firm Defence on Antitrust Law", in *St. John's Law Review*, vol.86, n.1, 2014. <http://scholarship.law.stjohns.edu/lawreview/vol86/iss1/8/>.

2) Não seria capaz de se "reorganizar" com sucesso, nos termos do capítulo 11 do "Bankruptcy Act;

3) Fez todos os esforços possíveis para encontrar propostas alternativas que manteriam os seus ativos tangíveis e intangíveis no mercado relevante e que representariam um perigo menos grave para a concorrência do que a concentração notificada." (tradução nossa)

Começamos então pela análise do primeiro critério do argumento da empresa insolvente, conforme previsto nas regras europeias.

4.1 Exclusão da empresa do mercado devido a dificuldades financeiras

Convém, num primeiro momento, definir e distinguir um conjunto de conceitos. Deste modo, torna-se crucial definir o que é uma "empresa insolvente", para este âmbito específico do direito da concorrência, e distingui-la de conceitos como "empresa quase insolvente" ("flailing firm") e "filial insolvente" ("failing division ou subsidiary").

O conceito de empresa insolvente não é de fácil e unívoca definição. Em primeiro lugar, a empresa não tem de ter sido declarada insolvente, mas deve estar no limite da insolvência. Para tal, a Comissão terá de considerar uma série de fatores como, por exemplo, a rentabilidade, a liquidez ou a solvabilidade da empresa⁵⁷. Para comprovar a verdadeira situação financeira da empresa, a Comissão poderá requerer a entrega da cópia de documentos - tais como informação contabilística, planos de negócios, atas das reuniões da administração, entre outros - bem como, pareceres de entidades terceiras, como sejam as empresas de auditoria. O facto de uma empresa apresentar perdas significativas poderá não significar que se enquadre no conceito de "insolvente". A Comissão deverá determinar, em primeira linha quais são as circunstâncias que enformam a atual situação da empresa, o que nos permitirá analisar diferentes

⁵⁷ Podemos concluir que não há nenhum critério decisivo para se determinar se a empresa é uma "failing firm", pelo que a solução passará por uma análise casuística onde se poderá atender entre outros fatores: ao facto de que a despesa da empresa é superior à sua receita, se o total do seu passivo exceder o total do seu ativo, se as perdas a curto prazo são suscetíveis de se repetirem, se a empresa tem capacidade para obter novas receitas e clientes, se o nível de produção está em declínio, se os principais ativos da empresa estão esgotados ou esgotar-se-ão a curto prazo, se a empresa está a ser mal gerida, se os problemas financeiros da empresa são parte de "uma tendência de queda irreversível, entre outras considerações. Cfr. DIGANGI, *ob. cit.*, págs. 286-287; Oxera, "Failing or just flailing? The failing firm defence in mergers", 15/10/2009. <http://www.oxera.com/Latest-Thinking/Agenda.aspx?month=3&year=2009>

cenários.⁵⁸ Vejamos algum exemplos. Numa primeira situação, a empresa poderá apresentar resultados negativos devido a uma quebra da sua produtividade porque, por hipótese, os seus recursos/ativos estão a esgotar-se (o fim da validade de uma patente ou o esgotamento de uma determinada matéria prima.⁵⁹). Outra situação a analisar, respeita à diferença entre a empresa apresentar resultados deficitários por razões exógenas à empresa (elevado grau de concorrência, excesso de produtos disponíveis no mercado, etc.) e razões internas, que respeitam, por exemplo a uma má gestão por parte do seu órgão de administração. Ora, a segunda ordem de razões será quase sempre de rejeitar, na medida em que existindo na ordem jurídica interna dos diferentes estados membros meios para responder eficazmente a este problema, a Comissão não deverá permitir que uma concentração, que à partida afetaria sensivelmente a estrutura de mercado concorrencial, seja viabilizada unicamente porque a empresa estava a ser mal gerida, porquanto com uma melhor administração ficaria afastada a sua iminente insolvência. Só em casos excepcionais deverá vingar esta argumentação⁶⁰. No mesmo sentido, a

⁵⁸ Cfr. HEYER, Ken, KIMMEL, Sheldon, "Merger review of firms in financial distress", Março 2009, pp.4-6, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1368789

⁵⁹ Vejam-se os casos *US v. General Dynamics*, (1974) 415 U.S. 486 ou mais recentemente, o caso de 2004 *FTC v. Arch Coal, Inc.*, 329 F. Supp. 2d 190 (D.D.C. 2004). Neste último, a Arch Coal e a New Vulcan Coal Holdings exploravam um conjunto de minas de carvão. Em Maio de 2003, o FTC foi notificado de uma proposta, segundo a qual a Arch Coal adquiriria a Triton Coal, filial da New Vulcan Coal. Posteriormente, a Arch Coal pretendia ceder uma das minas da empresa adquirida a outra empresa, Peter Kiewit Sons, Inc. Esta operação de concentração respeitava a dois dos maiores produtores de um determinado tipo de carvão. As partes não conseguiram provar que a Triton Coal era uma empresa insolvente, todavia invocaram que a empresa se encontrava numa frágil situação financeira, devido ao facto de as suas reservas de carvão esgotarem-se em não mais do que cinco anos, pelo que inevitavelmente a empresa deixaria em pouco tempo de ser um dos maiores produtores a atuar naquele específico mercado do carvão. Na ausência da concentração, a empresa deixaria paulatinamente de ser um sério concorrente, até à situação limite de sair do mercado. Cfr. KOKKORIS, Ioannis, OLIVARES-CAMINAL, Rodrigo, *Antitrust Law amidst Financial Crisis*, Cambridge University Press, 2010, pp. 189-192

⁶⁰ "Se o motivo do insucesso for ineficiência de gestão, a concentração deve ser revista, analisando e comparando todas as alternativas disponíveis, incluindo a liquidação, e a concentração proposta só deve ser bloqueada se for inferior a uma ou mais das alternativas avaliadas. Não será suficiente afirmar que uma decisão de gestão foi tomada, mas para que a a defesa da empresa insolvente seja aplicável, a decisão de encerrar deve ser inevitável tendo em conta fatores económicos e financeiros." (tradução nossa) KOKKORIS Ioannis, "Failing Firm Defence: A Success or Failure for Corporate Restructuring?", in, *International Corporate Rescue*, 4(3), 2007, p. 152.

Comissão deverá considerar a possibilidade de a empresa passar por um processo de reestruturação ou revitalização, tendo em vista a sua recuperação, evitando-se, deste modo, a operação de concentração. Atente-se à importância que no direito norte-americano assume este ponto, estabelecendo-se como requisito a verificar, para que o argumento da empresa insolvente proceda. Aliás, a Comissão deverá concluir que a concentração é a solução última pois que nenhuma outra possibilidade é viável. Convém ainda atender a que em períodos de crise económica, fatores exógenos à empresa, nomeadamente as condições de mercado, encontrar-se-ão, sem dúvida, entre as principais razões invocadas pelas partes para justificar a atual situação da empresa. Contudo, caberá à Comissão averiguar se a empresa de facto tem vindo a apresentar ao longo do tempo perdas contínuas e portanto o atual período de recessão económica veio apenas sentenciar uma "morte já anunciada" ou, se estamos perante uma situação em que os atuais resultados negativos resultam apenas de um período transitório e, assim, a empresa seria o que podemos chamar de "empresa quase-insolvente" ou "flailing firm". Tenha-se, todavia, em consideração que o conceito de "flailing firm" será muitas vezes sinónimo de "weak competitor". Quer isto dizer, que o facto de uma empresa perder drasticamente o seu poder de mercado, não a classifica como "insolvente". Não obstante, a Comissão poderá avaliar a concentração e até viabilizá-la recorrendo ao método contrafactual geral, mas fora do âmbito específico do argumento da empresa insolvente.

Torna-se ainda necessário estabelecer a distinção entre "failing firm defence" e "failing division defence", i.e., a análise de uma concentração em que a "empresa insolvente" é uma filial ("divison" ou "subsidiary") de uma outra empresa, a denominada "empresa-mãe". Facilmente se compreenderá a posição da Comissão em adotar uma abordagem mais restritiva a este tipo de casos, na medida em que, entre muitas outras razões, poderá existir a possibilidade de a empresa mãe alterar os resultados financeiros da sua filial ("creative accounting methods"⁶¹), no sentido de tentar demonstrar uma situação de insolvência ou insolvência iminente que não tem paralelo com a realidade da empresa. Contrariamente às orientações para a apreciação das concentrações horizontais na UE, o sistema norte-americano prevê nas suas HMG a situação da "failing division", estabelecendo como condições necessárias que:

⁶¹ OCDE, *op.cit.*, p. 25

"... (1) a aplicação de regras de repartição dos custos que reflectem os verdadeiros custos económicos; a filial tem um fluxo de caixa persistentemente negativo ,e tal fluxo de caixa negativo não é economicamente justificável para a empresa, através [da ausência] de certas vantagens, tais como vendas agregadas em mercados complementares ou aumento de clientela; e (2) o proprietário da filial insolvente fez todos os esforços para obter ofertas alternativas razoáveis que fossem manter os seus ativos tangíveis e intangíveis no mercado e que representassem um perigo menos grave à concorrência em relação à proposta de aquisição ".⁶²(tradução nossa)

Na UE, o primeiro caso em que a Comissão analisou o problema da "failing division defence" foi o caso "Bertelsmann/Kirch/Premiere"⁶³. A Comissão não autorizou a proposta de concentração por considerar que a fusão entre as duas plataformas de televisão pagas ou por assinatura alemãs levaria a uma situação de monopólio neste mercado relevante, mencionando também a necessidade de se adotar padrões mais elevados no caso de uma "failing division", no sentido de se provar cabalmente a quebra do nexo de causalidade entre a operação de concentração e a posterior concentração do mercado relevante.⁶⁴ Recentemente, e pela primeira vez, a Comissão viabilizou uma

⁶² Horizontal Merger Guidelines, 2010, ponto 1. Sobre a aplicação da failing division defence no sistema norte-americano, WAIT, Amanda L., "Surviving the Shipwreck: A Proposal to Revive the Failing Division Defense", in *William & Mary Law Review*, 45(1), 2003, pp.429-468. <http://scholarship.law.wm.edu/wmlr/vol45/iss1/7>. É interessante verificar que o atual projeto de linhas de orientação para a análise económica de operações de concentração horizontais elaborado pela Autoridade da Concorrência portuguesa prevê no que respeita às "failing divisions", "Assim é necessário comprovar que, efetivamente, a empresa-mãe encerraria aquela divisão/subsidiária na ausência da operação, o que exige uma análise de afetação de custos que reflita os verdadeiros custos económicos e a determinação da persistência de fluxos monetários negativos e da ausência de benefícios noutros mercados associados a essas perdas." ponto 2.8.16

⁶³ DC, No COMP/M.993, 1999. Depois desta decisão, a Comissão voltou a rejeitar a aplicação do argumento da empresa insolvente, quando uma das partes era uma filial de outra empresa, e.g., nos casos Rewe/Meinl (IV/M.1221, 1999) e NewsCorp/Telepiu (COMP/M.2876, 2003).

⁶⁴ Ibid ponto71. No caso Rewe/Meinl, a Comissão volta a reafirmar a ideia de que, "no caso de uma "failing division" e não de uma "failing firm", o ónus da prova da inexistência do nexo de causalidade deve ser especialmente pesado. Caso contrário, todas as concentrações que envolvam a venda de uma filial alegadamente não lucrativa poderiam ser justificadas nos termos da legislação de controlo das

concentração com base no argumento da empresa insolvente, sendo uma das partes uma "subsidiary" de outra empresa, conforme pudemos observar no caso Olympic/Aegean Airlines.

4.2 Ausência de uma aquisição alternativa menos prejudicial à concorrência

Se existir uma outra empresa interessada em adquirir a "failing firm", que se revele uma opção menos gravosa para a concorrência, então à partida dever-se-á dar preferência a essa solução. Todavia, não podemos deixar de assentir, que a prova deste pressuposto para as partes será bastante difícil. Aliás, o direito norte americano reconhecendo este pesado ónus refere-se a "unsuccessful good-faith efforts". Neste sentido, na avaliação deste critério, as autoridades da concorrência poderão requerer a prova e considerar: o número e o variedade de empresas contactadas; o tipo e a qualidade de informação que foi oferecido às empresas que demonstraram o seu interesse em adquirir a "failing firm" e averiguar quais de facto têm uma proposta séria e legítima.⁶⁵ Muitas vezes, e verificamos isso no caso da Comissão, a própria autoridade da concorrência vai ela própria averiguar, se de facto, não existem soluções alternativas.⁶⁶

Considerando que, de facto, existia mais do que uma proposta de aquisição, como decidir entre a melhor oferta e a solução menos restritiva para a concorrência? O direito norte-americano nas suas HMG esclarece que, "qualquer oferta para comprar os ativos da empresa insolvente por um preço acima do valor de liquidação desses ativos será considerado uma oferta alternativa razoável."⁶⁷ (tradução nossa) Quer isto dizer que, a proposta menos restritiva da concorrência desde que apresente um valor acima do valor de liquidação e obviamente mantenha os ativos da empresa a operar no mercado, deve ser preferida em relação a outra solução mais prejudicial para a concorrência, mesmo que esta seja muito mais atrativa, em termos do valor de aquisição e qualidade da proposta - capacidade para melhorar a eficiência da "empresa insolvente". Como bem se entende, esta solução beneficia a entrada de novos participantes em detrimento das empresas que já atuam nesse mercado relevante, i.e., os seus concorrentes diretos.

concentrações pelo vendedor que declara que, sem a concentração, a filial cessaria as suas atividades." (tradução nossa) ponto 65

⁶⁵ Cfr. OCDE, *op. cit.*, pág. 179

⁶⁶ cfr. ponto 734 do caso JCI/ FIAMM.

⁶⁷ HMG, ponto 11, nota de rodapé 16

Porém, a solução não será assim de tão fácil alcance. "Um novo operador no mercado pode simplesmente procurar um fluxo de receita, em vez de operar como um concorrente efectivo, fazendo planos de investimento a longo prazo. Muitas empresas que comprem um negócio em dificuldades pretendem garantir um fluxo de receitas e não competir vigorosamente."⁶⁸(tradução nossa). Como afirmou McChesney, "acquisition of a failing firm is always efficient"⁶⁹. Deste modo, as autoridades da concorrência deverão incidir a sua atenção no conteúdo da proposta, averiguando se a empresa adquirente tem capacidade e está disposta a investir na empresa, no sentido de a considerar "an ongoing business" e não um mero investimento sujeito ao devir da evolução do mercado.

4.3 Saída inevitável dos ativos do mercado

A terceira e última fase do teste da empresa insolvente respeita à questão de se saber se os ativos da empresa insolvente manter-se-ão no mercado no seu uso comum ou serão realocados, numa fase de liquidação, para outro uso mais eficiente. Da primeira apresentação deste critério resultam duas ideias essenciais: em primeiro lugar, reforça-se a ideia de que a aplicação deste método, como todo o direito da concorrência, pretende proteger os consumidores e a própria estrutura do mercado concorrencial. Senão veja-se. O objetivo último deste critério não é manter a empresa no mercado, mas salvaguardar os efeitos negativos que a saída dos seus ativos poderiam ter em última instância nos consumidores, por exemplo a diminuição da qualidade e quantidade de determinado produto e o seu consequente aumento de preço. Em segundo lugar, é necessário atentar que a razão que subjaz a este critério prende-se com a ideia de que, se se concluir que os ativos da empresa permanecerão no mercado porque outras empresas estarão interessadas em os adquirir, então os efeitos na concorrência serão similares, ou até menos prejudiciais, do que uma só empresa, cuja concentração levanta problemas de compatibilidade com a concorrência no mercado comum, os adquira. Todavia, permitir

⁶⁸ KOKKORIS, Ioanis, OLIVARES-CAMINAL, Rodrigo, "Antitrust Law in the Wake of the Recent Financial Crises: A Critical Analysis of the Status Quo and a Roadmap for Reinforcing Enforceability", 2011, p.14 http://works.bepress.com/rodrigo_olivares-caminal/1/

⁶⁹ McCHESNEY, FRED S., "Defending the failing-firm defence", in *Nebraska Law Review*, 65(1), 1986, p.3.

que em fase de liquidação vários compradores adquiram ativos da empresa, não garante que esses mesmos ativos permanecerão nesse mercado relevante, na medida em que poderão ser realocados para outros mercados, obtendo-se por outra via o resultado que se pretende evitar. Conclui-se, deste modo, que se deverá avaliar seriamente quem são de facto os outros interessados, empresas concorrentes ou não, com o intuito de averiguar se existe uma séria vontade em manter os ativos nesse específico mercado.⁷⁰

Para finalizar este ponto, far-se-á apenas uma nota. Da própria redação do preceito, "sairiam inevitavelmente do mercado", parece resultar que a prova deste critério será extremamente difícil, pois só em situações excecionais os ativos de uma empresa não suscitarão interesse de aquisição por parte de outras empresas. Assim será, por exemplo, se se tratar de uma tecnologia obsoleta ou se a transferência dos ativos for de muito difícil execução, porque por exemplo não são compatíveis com a indústria ou a tecnologia das outras empresas. Atente-se também que, se os ativos permitirem diferentes usos, como é o caso de certos equipamentos e infraestruturas, as partes poderão argumentar que potenciais adquirentes as poderão deslocar para outros mercados.⁷¹ Contudo, a própria Comissão reconhece que "this part of the test has been applied rather strictly and is in general difficult to fulfill".⁷²

⁷⁰ Entenda-se que se por uma lado a compra desses ativos por empresas que atuam em mercados similares poderá levar à inevitável saída dos ativos da empresa insolvente do mercado onde esta operava; por outro lado, se vários concorrentes da empresa insolvente adquirirem os seus ativos o resultado poderá ser muito benéfico para a concorrência, na medida em que estas empresas adquirirão novas ferramentas como infraestruturas, "know-how", etc., que promoverá a competição entre empresas. Cfr. ponto 776 da decisão da Comissão ao caso JCI/FIAMM.

⁷¹ Cfr. CLARK, Emily F., FOSS, Celia E., "When the failing firm defence fails", in *Journal of European Competition Law & Practice*, 3(4), 2012, p.330

⁷² OCDE, op. cit., 2009, p.184.

5. "What's new under the sun?" - Algumas considerações sobre o argumento da empresa insolvente

5.1. As particularidades do caso Nynas/ Shell/ Harburg Refinery - uma mudança de paradigma?

O problema da adaptação do argumento da empresa insolvente à atual crise económico-financeira tem permitido diferentes entendimentos quanto aos padrões de exigência que a Comissão deverá adotar, quando aprecia a compatibilidade de uma concentração com o mercado comum. Sobre este ponto, Pezzoli⁷³ defende que, as autoridades da concorrência não deverão facilitar a aplicação dos critérios da "failing firm defence", mas considerar a possibilidade de aplicar os princípios que subjazem a esta doutrina a casos onde não se encontrem preenchidos os três pressupostos. A solução que o autor italiano propugna vai no sentido já sustentado pela Comissão, quando viabiliza uma concentração à luz de uma correta análise contrafactual geral, mas fora dos pressupostos estabelecidos para o argumento da empresa insolvente.⁷⁴ Noutra perspetiva, Kokkoris e Olivares - Caminal entendem que, tanto os tribunais como as autoridades da concorrência deverão temporariamente aplicar o argumento da empresa insolvente com maior flexibilidade, para que se possam atingir os mesmos objetivos que estiveram na base da origem desta doutrina. A Comissão, por seu turno, apesar de considerar que o direito da concorrência deve dar resposta eficaz à atual conjuntura económica, revela ainda alguma resistência quanto a uma possível alteração do seu entendimento sobre o atual standard de aplicação dos critérios da "failing firm

⁷³ PEZZOLI, Andrea, "Tomorrow is another day! Merger review and counterfactual analysis", in *Italian Antitrust Review*, 1(1), 2014, p.60. <http://iar.agcm.it/article/view/9932/9265>.

⁷⁴ O caso Newscorp/ Telepiù, (COMP/M.28/76, 2003) é paradigmático sobre esta matéria. "Embora rejeitando o argumento, a Comissão teve em devida conta as graves dificuldades financeiras das duas empresas, as características específicas do mercado italiano e o prejuízo que o eventual encerramento da Stream causaria aos assinantes italianos de televisão por assinatura." (tradução nossa) BACCARO, Vincenzo, "The Commission closes probe into pay-TV industry in Italy approving Newscorp/Telepiù merger deal", in *Competition policy newsletter*, 2003-2., p.9. http://ec.europa.eu/competition/publications/cpn/cpn_2003_2.html

defence.⁷⁵ O recente caso Nynas/ Shell/ Harburg Refinery⁷⁶ permite-nos um estudo mais prático sobre esta temática.

Como já tivemos oportunidade de referir, a Comissão aquando da avaliação de uma "failing division" reforça ainda mais a sua exigência quanto à prova dos pressupostos do argumento da empresa insolvente. De tal forma é assim que, até 2013, a Comissão nunca permitiu uma concentração com fundamento na "failing firm defence" a uma "failing division". Recentemente, duas decisões da Comissão - o caso Aegean/ Olympic Airlines II e o caso Nynas/ Shell/ Harburg Refinery - vieram, pela primeira vez, estabelecer os contornos de aplicação do argumento da empresa insolvente, quando uma das partes é uma filial ou "division" de outra empresa. Porém, se nos detivermos a analisar ambas as decisões, duas ilações, pelo menos, sobrevirão. Ou a Comissão adotou no caso Nynas/ Shell/ Harburg Refinery uma posição mais tolerante no modo como avalia o preenchimento dos pressupostos desta doutrina, ou há apenas uma "aparência de aplicação" da "failing firm defence". Quanto a este último ponto, não será despropositado inferir que a Comissão, de facto, recorreu a elementos que constituem o argumento da empresa insolvente mas, tendo em consideração as suas decisões

⁷⁵ Nas suas declarações patentes no relatório da OCDE de 2009, a Comissão refere expressamente que, "a preposição de que um teste da empresa insolvente mais brando deve ser aplicado durante períodos de recessão (...) deve ser rejeitada; tanto quanto a preposição de que um teste mais exigente deve ser aplicado durante períodos de estabilidade (tradução nossa). No mesmo ano, a então comissária para a concorrência, Neelie Kroes afirmou que "no que respeita a concentrações, a Comissão continua a aplicar as regras existentes, tendo em consideração a conjuntura económica. As nossas regras permitem a flexibilidade necessária para lidar com decisões que requerem rápido tratamento (...). Em substância, as regras de controlo das concentrações da UE permitem à Comissão ter em consideração o rápido evoluir das condições do mercado, e, quando aplicável, o argumento da empresa insolvente." (tradução nossa). KROES, Neelie, " Competition law in an economic crisis", 2009, Speech/09/385. http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-09-385_en.htm?locale=en

⁷⁶ COMP/M.6360. Para maiores desenvolvimentos, FONTOUKAKOS, Kyriakos, GEARY, Lisa, " Time to bid farewell to the failing firm defense? Some thoughts in the wake of Nynas/Olympic/Aegean", in C.P.I. Europe Column, 2013, pp.9-10. <https://www.competitionpolicyinternational.com/time-to-bid-farewell-to-the-failing-firm-defense-some-thoughts-in-the-wake-of-nynas-olympic-aegean>; GIANNINO, Michele, " There Is Always a First Time: The European Commission Applies the Failing Firm Defence to an Unprofitable Division in NYNAS/Shell/Harburg Refinery", Dezembro 2014. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2544084; CASTALDO, Giorgio, BOGDANOV, Aleko, "The Nynas case: The interplay between the failing firm defence and the counterfactual method" in *Journal of European Competition Law & Practice*, 6(5), 2015, pp.324-326

anteriores, não aplicou cabalmente esta doutrina. No mesmo sentido, veremos que são inegáveis as diferenças quanto ao standard de avaliação dos critérios entre as duas decisões acima mencionadas, atendendo a que apenas um mês as separa. Pelo que, a aceitarmos que estamos perante um verdadeiro emprego da "failing firm defence" ao caso Nynas/ Shell/ Harburg Refinery, teremos também que assentir que, no mínimo, há uma mitigação do modo como se deve perceber o preenchimento dos seus pressupostos. Vejamos então os contornos da decisão.

No que respeita aos aspetos formais da decisão, será de ressaltar, desde logo, o facto de que, em nenhum ponto a Comissão refere especificamente que aplica o argumento da empresa insolvente. Isto é, faz apelo aos seus critérios⁷⁷, mas é incapaz de nominar aquilo que chama à colação. Neste contexto, aprecia diversos aspetos que respeitam aos pressupostos da "failing firm defence" todavia, fá-lo de modo não sistemático, em contraposição com o que podemos observar nos casos Olympic/ Aegean Airlines.⁷⁸ Desta primeira observação, podemos afirmar que a Comissão se distanciou da catalogação de que a sua decisão correspondesse a uma aplicação direta do argumento da empresa insolvente.⁷⁹ E tanto será assim que, aquando da avaliação da situação financeira da refinaria de Harburg, em nenhum momento a Comissão a classifica como uma "empresa insolvente".

Seguindo este curso, e incidindo agora no conteúdo da decisão, podemos observar que os fundamentos aduzidos pela Comissão, para concluir que a refinaria de Harburg sairia do mercado caso não fosse adquirida por outra empresa, são de duas

⁷⁷ Veja-se que, a Comissão não obstante fazer referência aos pontos 89 e 90 das Orientações, não transpõe com exatidão o seu texto. Diz a Comissão no ponto 310 da decisão, "Assumirá particular relevância, se sem a concentração os ativos saíam do mercado. No caso em que os ativos saíam do mercado se não fossem adquiridos por outra empresa e, onde não haja a perspectiva de uma aquisição menos lesiva para a concorrência do que a concentração notificada, a Comissão pode concluir que a deterioração da estrutura concorrencial após a concentração não é causada pela concentração, desde que a estrutura concorrencial do mercado se deteriore, pelo menos, na mesma extensão na ausência da concentração (tradução nossa)." Do exposto, podemos observar que a Comissão apenas recorreu a parte do argumento da empresa insolvente, omitindo tudo o que respeite à classificação da empresa como uma "failing firm".

⁷⁹ Pareceria até um paradoxo verificar que a Comissão mesmo quando não aplica o argumento da empresa insolvente, faz menção a esta doutrina e explica o porquê de não se poder aplicar e no caso Nynas/Shell recorre à "failing firm defence" e não menciona explicitamente o principal argumento que fundamenta a sua decisão.

ordens. Em primeiro lugar, constatou que a estratégia comercial da Shell seria abandonar o sector dos óleos nafténicos industriais e como tal, concluiu que a Shell não tinha planos para continuar a explorar a refinaria de Harburg a longo prazo. Num segundo momento, considerando os documentos internos submetidos pela Shell, a Comissão concluiu que a refinaria já vinha apresentando perdas nos últimos 5 a 10 anos. Também observou que, o valor atual líquido (VAL) do encerramento dos ativos da refinaria de Harburg (entre 300 a 550 milhões de dólares) correspondia quase a metade do VAL de prosseguir a exploração dos ativos (entre 800 milhões a 1 bilião de dólares).⁸⁰ Neste sentido, era evidente que a decisão da Shell passaria pelo encerramento do local. Todavia, será que do exposto poder-se-á afirmar que estamos perante uma empresa insolvente ou no limite da insolvência? A Comissão foi omissa quanto a este ponto, apenas concluindo que a Shell encerraria a refinaria caso nenhuma outra empresa a adquirisse. Comparemos esta solução com decisões anteriores. No caso Rewel/Meinl, a Comissão rejeitou a aplicação do argumento da empresa insolvente referindo que, "se é verdade que a situação financeira da Meinl se deteriorou nos últimos anos, as partes ainda não apresentaram quaisquer provas que demonstrassem que a Meinl já é, ou está prestes a tornar-se insolvente. Deve-se presumir, pelo contrário, que a pretendida alienação das atividades retalhistas de produtos alimentares do grupo Meinl na Áustria se baseia numa decisão estratégica de gestão do grupo"⁸¹ (tradução nossa). Já quanto à primeira decisão ao caso Aegean/ Olympic Airlines considerou a Comissão que "como resultado, o nível de perdas incorridas pela Olympic Air não indica *prima facie* que o apoio da Marfin [grupo ao qual pertencia a Olympic] colocaria gravemente em perigo o negócio da Marfin a um ponto que o seu apoio seria uma opção irrealista"⁸² (tradução nossa). Posteriormente, analisa as potenciais perdas da Marfin em caso de declaração de insolvência da Olympic Air concluindo que, os elevados custos associados à insolvência acabam por ser um incentivo a que o grupo suporte a Olympic, ou a venda a outra

⁸⁰ ponto 316

⁸¹ Ponto 66. Caso No IV/M.1221 - Rewel Meinl, 1999. A ideia de que a empresa-mãe será capaz de suportar as perdas da sua filial também está presente no caso Sogecable/ Canalsatelite Digital/ Vía Digital (COMP/ M.2845). Nesta última, decisão a Comissão entende que, "apesar das elevadas perdas incorridas pela Vía Digital, a disponibilidade dos recursos financeiros à disposição da Telefónica, empresa-mãe da Vía Digital, levanta questões sobre a inevitabilidade da saída do mercado da referida empresa." (tradução nossa).

⁸² ponto 2018

empresa⁸³. Por último, e não menos importante, menciona que os resultados financeiros da Olympic podem ser melhorados através de várias opções de reestruturação e que o facto da empresa apresentar um capital líquido negativo não é prova suficiente de que a empresa seria forçada a declarar insolvência⁸⁴.

Perante a matéria exposta várias considerações poderão ser feitas. Desde logo, se concluirmos que a Comissão apenas realizou uma análise contrafactual geral, recorrendo apenas a elementos do argumento da empresa insolvente para tornar mais sólida a sua decisão, mas que não a aplicou como doutrina autónoma, então concluiremos que a Comissão não alterou o *modus operandi* no que respeita à sua atual interpretação da "failing firm defence". Por outro lado, se entendermos que estamos perante a aplicação do argumento da empresa insolvente, então será conveniente destacar um conjunto de ilações: Caberá no âmbito do argumento da empresa insolvente a situação em que haja uma decisão inequívoca da empresa-mãe de encerrar a sua filial, com base na justificação de que é mais lucrativo encerrar do que continuar a exploração?⁸⁵ Este balanço entre as vantagens de encerrar e prosseguir o negócio é razão bastante para considerarmos a empresa no limite da insolvência? E se não for vantajoso para a empresa encerrar devido aos elevados custos que lhe estão associados, devemos adotar um critério restrito de "empresa insolvente", para permitir uma operação de concentração? Não será desproporcionado obrigar a empresa a incorrer em grandes perdas, para que a possamos classificar como "failing firm"?

⁸³ ponto 2035

⁸⁴ pontos 2007 e 2009.

⁸⁵ No mesmo sentido, fará sentido, no caso de "failing division" analisar a situação financeira da empresa mãe no sentido de concluir que esta tem capacidade para auxiliar economicamente a sua filial?. "(...) a posterior prática decisional da Comissão tem, com razão, revelado que não deve existir nenhuma presunção de que as reservas financeiras da empresa-mãe serão usadas para suportar uma filial insolvente. Como demonstrado no caso Nynas/ Shell permitir a saída de "failing divisions" pode ser economicamente racional (...)." (tradução nossa). RUCHIT, Patel, "Development of the European Commission's decisional practice on Failing Division Defences", in *World Competition*, 38(3), 2015, p.435. Contudo, a Comissão na segunda decisão ao caso Aegean/Olympic Airlines não se absteve de mencionar que o grupo Marfin, devido às dificuldades financeiras que ele próprio enfrentava, não seria capaz de continuar a financiar a Olympic. Cfr. ponto 740 da decisão Aegean/Olympic II. Neste sentido, esta hipotética mudança de sentido da Comissão necessitará da sua confirmação em futuras decisões, para que possamos aceitar cabalmente o entendimento indicado pelo autor.

Pelo exposto, concluímos que a Comissão não aplicou o argumento da empresa insolvente tal qual está definido nas suas Orientações, não só porque alheou-se de mencionar com inequívocidade a doutrina que estaria aplicar, mas também, e principalmente, porque foi omissa quanto a um dos elementos essenciais desta teoria, a constatação de que estamos perante uma "failing firm".⁸⁶ Mesmo que pretendesse atenuar os elevados padrões com que tem entendido este conceito, no sentido de os moldar à atual crise económico-financeira, não poderia deixar de determinar que estávamos perante uma "empresa insolvente". Aliás, pareceria até uma tomada de posição contraditória, quando passado um mês permite uma concentração com fundamento na mesma doutrina revelando uma acuidade máxima na avaliação dos seus critérios e não alterando o sentido que tem seguido até então.

O caso Nynas/ Shell/ Harburg Refinery permite-nos refletir sobre a importância da necessidade que o elemento "insolvente" desempenha. Ou seja, será necessário ponderar não só o conceito de "empresa insolvente", mas também a sua relação com o critério da saída dos ativos do mercado. A Comissão constatou que, sendo a refinaria de Harburg a única do seu tipo na Europa, o seu encerramento levaria naturalmente a um aumento dos preços em detrimento dos consumidores. Deste modo, o que determinou a decisão da Comissão não foi a saída da Shell do mercado, mas o encerramento da sua refinaria e as suas inerentes consequências. A doutrina norte-americana⁸⁷ já se pronunciou quanto à importância excessiva que se atribui classificação da empresa como "insolvente"⁸⁸, propondo-se aliás a alteração de uma "failing firm defence" para uma "exiting assets defence".⁸⁹

⁸⁶ Aliás, a Comissão deu mais ênfase ao cálculo dos custos do encerramento da refinaria para a Shell, do que propriamente a análise financeira da refinaria, no sentido de descortinar a importância e a razão das suas perdas.

⁸⁷ Cfr. DiGangi, Kyle, op. cit., pp.304-309

⁸⁸ Relembre-se que nos Estados Unidos é necessário demonstrar não só que a empresa será incapaz de cumprir as suas obrigações financeiras num futuro próximo mas também que, se será incapaz de se reorganizar à luz do seu direito da insolvência.

⁸⁹ DiGangi, Kyle, op.cit., p.309, HEYER, Ken, KIMMEL, Sheldon, op. cit., p.5

5.2 Finalidades extra-concorrenciais - qual o seu papel?

Em tempos de recessão económica, um aumento significativo de empresas insolventes ou no limite da insolvência poderá conduzir a que uma aplicação estrita do direito da concorrência entre em confronto com um conjunto de problemas económicos e sociais que resultariam da saída imediata de um largo conjunto de empresas do mercado. Aliás, quando estamos perante sectores estruturantes da economia de um estado, como seja o sector bancário, ou perante empresas tidas como "too big to fail"⁹⁰, as soluções, para a resolução destes casos, passarão mais por decisões políticas, que procurarão estabelecer um equilíbrio mínimo entre os interesses que enformam o direito da concorrência e a excecionalidade das circunstâncias económicas e sociais do caso concreto, resultando muitas vezes na cedência do direito da concorrência perante a inevitabilidade da necessidade de manutenção da estabilidade de certos sectores centrais da economia. Neste contexto, será sem dúvida de destacar o caso LLOYDS/HBOS (2008)⁹¹, no qual o governo do RU se viu na obrigação de intervir, no sentido de permitir a fusão entre duas instituições bancárias, apesar desta operação levantar problemas de compatibilidade com o direito da concorrência. E tanto era assim que, o OFT após ter analisado as dificuldades financeiras do HBOS e ter ponderado os custos que implicariam a insolvência de uma instituição bancária, não permitiu a fusão, referindo aliás que o argumento da empresa insolvente não era aplicável ao caso concreto, pois que, por exemplo, era irrealista considerar que os ativos do banco desapareceriam do mercado. Perante esta tomada de posição do OFT, o governo do RU procedeu à alteração do "Enterprise Act" 2002, no sentido de permitir ao "Secretary of State" intervir num processo de fusão quando estejam em causa interesses públicos,

⁹⁰ Para maiores desenvolvimentos, MARKHAM, Jesse W., "Lessons for competition law from the economic crisis: the prospect for antitrust responses to the "too-big-to-fail" phenomenon", in *Fordham Law Journal of Corporate & Financial Law*, 16 (2), 2011, <http://ssrn.com/abstract=1634839>. E ainda, FOER, Albert A. e RESNIKOFF, Don Allen, " Competition policy and "too big" banks in the European Union and the United States", in *The Antitrust Bulletin*, 59(1) Spring 2014, [http://www.antitrustinstitute.org/sites/default/files/ATB%2059%2002%20Foer%20%26%20Resenikof_ATB%2001%20Nguyen%20\(1\)%20\(1\).pdf](http://www.antitrustinstitute.org/sites/default/files/ATB%2059%2002%20Foer%20%26%20Resenikof_ATB%2001%20Nguyen%20(1)%20(1).pdf).

⁹¹ Cfr. KOKKORIS, Ioannis, OLIVARES-CAMINAL, Rodrigo,, *op. cit.*, pp. 406-413; MARSDEN, Philip, "The role of competition and State Aid Policy in Financial and Monetary Law", in *Journal of International Economic Law*, 13(3), 2010, p.3 e GRAZIUSI, Valeria, "Assessing the developments of the failing firm defence in the present credit crunch situation", in *Global Antitrust Review - Journal*, 3, 2010, pp. 115-125, <http://www.icc.qmul.ac.uk/docs/gar2010/143877.pdf>

nomeadamente o interesse na manutenção da estabilidade do sistema financeiro do RU.⁹² Claramente, interesses relacionados com a concorrência cederam face a outras preocupações, como seja a manutenção da estabilidade financeira.⁹³

Um dos aspetos mais difíceis de resolver, no que respeita à aplicação do argumento da empresa insolvente, consiste na determinação do grau de relevância a atribuir aos efeitos económico-sociais, decorrentes da decisão de permitir ou bloquear uma concentração. Segundo Posner, "the failing firm defence is one of the clearest examples in antitrust law of a desire to subordinate competition to other values".⁹⁴ Com efeito, podemos afirmar que, regra geral, autorizar uma concentração permitirá aos credores sociais a salvaguarda do cumprimento dos seus créditos, aos sócios a continuidade dos seus investimentos e aos trabalhadores uma maior segurança quanto à manutenção do seu emprego. Por outro lado, sabemos também quais são alguns dos prováveis efeitos resultantes da permissão de uma concentração prejudicial à concorrência (aumento dos preços, diminuição da produção, etc.). Nesta ponderação de interesses, não podemos perder de vista que, não obstante, as finalidades da política de concorrência incluam objetivos extra-concorrenciais, têm sido apontados como prioritários, na UE, objetivos económicos nomeadamente, a eficiência económica e a

⁹² Atualmente, o "Secretary of State" poderá intervir num processo de fusão se considerar que estejam em causa interesses públicos, nomeadamente, interesses de segurança nacional; questões relacionadas com os media e quando esteja em causa o interesse na manutenção da estabilidade do sistema financeiro (esta última corresponde à alteração de 2008) - Sections 42 e 58 do Enterprise Act.

⁹³ "Por outras palavras, poderá ser importante reconsiderar a relação ("trade-off") entre concorrência e estabilidade, e se a concorrência aumentar o risco de falências bancárias – pelo menos a partir de um determinando limite – poderá valer a pena limitar a concorrência excessiva, por exemplo, mediante uma regulamentação adequada. O risco é, contudo, voltar a uma situação de protecionismo (...)", OCDE, "Competition and the Financial Crisis", 2009, pp. 20-21 <http://www.oecd.org/competition/sectors/42538399.pdf>

No mesmo sentido, Kokkoris e Olivares- Caminal defendem que, extraordinariamente, seria compreensível flexibilizar as regras da concorrência por um curto período de tempo, até que a crise tenha terminado. Estes autores consideram também que uma abordagem mais flexível no caso das concentrações que envolvam "failing firms" poderá contribuir para a recuperação da atual crise. KOKKORIS, Ioannis, OLIVARES-CAMINAL, Rodrigo, "Competition Law and Financial Crisis", in *Business Law Review*, Janeiro/Fevereiro 2013, p.16.

⁹⁴ Richard Posner, *apud*, KOKKORIS Ioannis., "Failing Firm Defence: A Success or Failure for Corporate Restructuring?", *op. cit.*, p. 154.

proteção dos consumidores.⁹⁵ A este propósito, a observação de Correia⁹⁶ parece-nos da máxima pertinência: "será justo "tributar" todos os consumidores, a fim de beneficiar um grupo limitado de indivíduos? Se sim, então será um estranho imposto, uma vez que os consumidores não saberão que o estão a pagar."(tradução nossa). Este mesmo autor entende que, prever e considerar os custos sociais em casos individuais é extremamente difícil. Nas suas próprias palavras, "A Member of Congress might understandably say, "You people are speculating wildly at the expence of my constituents." Neste sentido, propõe a adoção de uma formulação geral de empresa insolvente que permita ao aplicador do direito da concorrência considerar estas preocupações.⁹⁷

Na UE, a doutrina tem maioritariamente entendido que razões de política social, principalmente política de emprego, não deverão assumir um papel central na avaliação de uma concentração, mas constituir elemento de ponderação em conjunto com os objetivos próprios do direito da concorrência. Segundo a Comissão, a introdução destas considerações extra-concorrenciais não constituem nenhum critério adicional ao argumento da empresa insolvente, cujos requisitos têm que se verificar, mas um fator adicional que aponte na mesma direção⁹⁸. Neste sentido, entendeu, com razão, a Comissão no caso *Kali and Salz* que,

"(...) tem de estabelecer-se uma linha divisória quando existe uma grande discrepância entre as propostas de privatização. Uma comparação das duas propostas existentes, isto é, executar o plano de concentração ou aceitar a oferta da Peine, revela a existência de tal discrepância. Enquanto o projecto de concentração abrange no total 3 000 postos de trabalho, depois de efectuar a necessária reestruturação, a oferta da Peine abrange uma parte da MdK que, depois da necessária reestruturação, envolveria 536 postos de

⁹⁵Para maiores desenvolvimentos sobre as finalidades da política de concorrência da União Europeia, PAIS, Sofia Oliveira, *Entre inovação e concorrência*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2011, pp.61-82.

⁹⁶CORREIA, Edward. O., "Merger Policy for Failing Firms and Distressed Industries", in *World Competition* 19(4), p.51

⁹⁷ CORREIA, Edward. O., *op. cit.*, pp.54-55

⁹⁸ Cfr. as contribuições da Comissão para o relatório da OCDE de 1995 sobre a "failing firm defence". p.93

trabalho. Este valor corresponde a cerca de 18 % dos postos de trabalho envolvidos na proposta de concentração."⁹⁹

Em nosso entender, quando esteja em causa a aplicação do argumento da empresa insolvente, a Comissão deverá prestar maior atenção ao impacto social e económico resultante da proposta de concentração, no sentido de promover uma verdadeira "economia social de mercado altamente competitiva que tenha como meta o pleno emprego e o progresso social." (art.3.º, n.º3 do TUE).¹⁰⁰

⁹⁹ ponto 90 da decisão *Kali and Salz*, proc. IV/M308. É também de destacar, as conclusões do advogado-geral Giuseppe Tesauro, aquando do recurso desta decisão para o TJ (C-68/94, República Francesa e Société commerciale des potasses et de l'azote (SCPA) e Entreprise minière et chimique (EMC) contra Comissão)" A especificidade do âmbito em que se inserem as operações de concentração, que abrange inevitavelmente problemas de política industrial, pode muito bem permitir, também à luz dos objetivos de reforço da coesão económica e social referidos nos artigos 2.º e 130.º-B do Tratado [hoje artigos 2.º e 175.º do TFUE], que sejam corretamente tidas em consideração questões relativas ao emprego e, de modo geral, de natureza social na apreciação das operações de concentração. Isto é válido, pelo menos, nos casos em que, como o presente, as diversas soluções apresentam diferenças consideráveis justamente em termos de possibilidades de emprego." - ponto 56 das conclusões

¹⁰⁰Cfr. considerando 23 do Regulamento das concentrações comunitárias.

6. Conclusão. Posição Adotada

No termo deste trabalho, convirá começar por refletir sobre a necessidade da autonomia do argumento da empresa insolvente no contexto do controlo das concentrações de empresas. Melhor explicitando, quais serão as particularidades que envolvem a aplicação desta doutrina, que lhe permitem adquirir um estatuto próprio no seio da aplicação do método contrafactual?

Como sabemos, se da concentração não resultarem entraves significativos à concorrência efetiva, a Comissão deverá permitir essa operação. E isto, quer estejamos ou não perante uma "empresa insolvente". Por outro lado, o que sucederá se numa situação em que exista uma empresa em dificuldades financeiras, os critérios da "failing firm defence" não se verificarem? Qual será a utilidade do argumento da empresa insolvente, se depois teremos sempre que proceder a uma análise contrafactual fora dos seus critérios mais restritos? As críticas ao argumento da empresa insolvente permitiram a defesa da sua própria abolição.¹⁰¹ Refere-se, *inter alia*, as dificuldades em definir e limitar o conteúdo dos conceitos estabelecidos nas HMG, permitindo que tanto as autoridades competentes, como os tribunais integrem os conceitos de modos distintos. Por outro lado, o número limitado de casos de aplicação do argumento da empresa insolvente, questiona a sua própria eficiência e praticabilidade.¹⁰² Poder-se-ia concluir: "The failing company defence had its day. It's time to let it go."¹⁰³ Solução diferente, seria redefinir significativamente a doutrina da "failing firm defence".¹⁰⁴ A última hipótese, passaria pelo entendimento de que se deverá flexibilizar o modo como se

¹⁰¹ ZHONG, Oliver, "The Failing Company Defense after the Commentary: Let It Go" in *University of Michigan Journal of Law Reform*, 41, 2008, pp.745-775

¹⁰² Quanto à aplicação do argumento da empresa insolvente nos vários países da União, Cfr. BISCHKE, Alf-Henrik, BURRICHTER, Jochen, "Failing firm defence in merger control : An overview of EU and national case law", in *e-Competitions Bulletin*, N° 67643, 8 de Julho de 2014. Em Portugal, o argumento da empresa insolvente aplicou-se pela primeira vez no caso Modelo Continente/Hiper Sá, Proc.10/2013

¹⁰³ ZHONG, Oliver, op. cit. p.775

¹⁰⁴ "Sugerimos que as autoridades da concorrência sejam autorizadas a aprovar uma concentração, em que uma das partes seja uma empresa em situação financeira crítica, sob a condição de ser concedida ao Estado uma participação no capital da empresa resultante da concentração, na proporção da diminuição real da concorrência, a ser medida ex post facto. Desta forma, a suposição altamente incerta das autoridades da concorrência quanto à situação do mercado após a fusão é convertida num problema ex-post de medição da diminuição real da concorrência como resultado da concentração." ROTEM, Yaad,

aplica esta doutrina, permitindo ao direito da concorrência responder eficazmente às circunstâncias especiais do caso concreto.

Em nosso entender, o argumento da empresa insolvente reúne um conjunto de elementos distintivos que permite autonomizá-lo dentro do método contrafactual.¹⁰⁵ Em primeiro lugar, o facto de estarmos perante circunstâncias anormais - possibilidade de insolvência de uma empresa - obrigará as autoridades a harmonizarem um conjunto de interesses que poderão ir além de preocupações unicamente concorrenciais. Em segundo lugar, os critérios que compõem o argumento da empresa insolvente exigem a avaliação de um conjunto de problemas que extrapolam a mera análise contrafactual geral. Assim, não bastará às autoridades determinar que a empresa se encontra em dificuldades financeiras e que na ausência da concentração sairá do mercado. Terá que conjecturar quem, com grande probabilidade, adquirirá a quota de mercado da empresa insolvente, bem como os seus ativos no caso de a concentração não se verificar. Do mesmo modo, deverão destrinçar de entre as propostas de aquisição possíveis aquelas que, revelam credibilidade no sentido de manterem a permanência dos ativos da empresa insolvente num determinado mercado relevante, não os desviando para mercados semelhantes onde a empresa adquirente atua. Sendo assim, o argumento da empresa insolvente permitirá às autoridades competentes no domínio do direito da concorrência avaliar de modo sistemático um conjunto de casos tidos por excecionais.

No que concerne ao entendimento atual propugnado pela Comissão sobre o argumento da empresa insolvente, cremos que a não flexibilização da interpretação desta doutrina pela Comissão votará a "failing firm defence" à total inutilidade. Por um lado, desde que o argumento da empresa insolvente foi definido na UE apenas em três casos se aplicou esta doutrina. Espantará ainda mais que, em plena recessão económica o argumento da empresa insolvente não tenha assumido um papel de relevo na apreciação das concentrações. Por outro lado, uma interpretação demasiado estrita da "failing firm defence" poderá ser prejudicial para a própria concorrência, que tanto se pretende proteger. Atente-se ao facto de que em mercados com um número reduzido de concorrentes, é expectável que os possíveis compradores sejam os próprios

AYAL, Adi, "The failing firm defence - an equity-based approach", p.34. <http://eale.org/content/uploads/2015/08/ffd-paper-100815.pdf>

¹⁰⁵ Neste sentido, WALKER, Mike, et, al., "Failing firm defence: a new theory?", in *Revue des droits de la Concurrence*, n° 2-2010, pp.16-18.

concorrentes, pois que a entrada de novos intervenientes neste mercado altamente concentrado ocorrerá de forma muito excecional. Se assim o é, então um novo investidor sabendo que, no caso de o negócio não seguir o seu curso expectável, poderá ver-se numa situação em que por um lado, não conseguirá facilmente sair daquele mercado porque as autoridades da concorrência bloquearão a venda da empresa aos seus concorrentes e por outro lado, terá que enfrentar grandes prejuízos, levando o seu investimento a uma situação de "bleeding to death", com certeza não se aventurará facilmente em novos mercados fora da sua área comum de atuação.¹⁰⁶ Mason e Weeds entendem que, em períodos de crise económica, ao facilitar a saída da empresa insolvente do mercado, estaríamos a incentivar a entrada de novas empresas, tendo como resultado uma concorrência mais eficaz a longo prazo.¹⁰⁷ Seguindo de perto as considerações de Kokkoris: "flexibilidade implica que a autoridade da concorrência aceite o argumento [da empresa insolvente], não obstante o facto da empresa alegadamente insolvente provavelmente não sair do mercado num futuro próximo, mas enfrentar um crise financeira que dificulte o exercício de uma concorrência real e eficaz" (tradução nossa). No mesmo sentido, entendemos que no caso das "failing divisions" bastará uma demonstração real e credível da verdadeira situação da empresa-filha, sendo desnecessária a constatação de que a empresa-mãe poderá continuar a suportar a sua filial. Não é através de uma aplicação esparsa de uma doutrina que se constata o seu carácter excecional.

¹⁰⁶ Para maiores desenvolvimentos, . KOMNINOS, Assimakis e JERAM, Jan, *op. cit.*, pp. 613 a 615.

¹⁰⁷ MASON, Robin A., WEEDS, Helen, "The Failing Firm Defence: Merger Policy and Entry", Centre for Economic Policy Research, Discussion paper No.3664. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=369521

Referências Bibliográficas

ALMUNIA, Joaquin, "Statement on Aegean/Olympic Air merger", 9/10/2013. http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-13-800_en.htm consult. 17/11/2014

BACCARO, Vincenzo, "Failing firm defence and lack of causality: doctrine and practice in Europe of two closely related concepts", in *European Competition Law Review*, 25(1), 2004, pp.1-17

BACCARO, Vincenzo, "The Commission closes probe into pay-TV industry in Italy approving Newscorp/Telepiù merger deal", in *Competition policy newsletter*, 2003-2., pp. 8-11 http://ec.europa.eu/competition/publications/cpn/cpn_2003_2.html, consult. 13/01/2016

BAVASSO, Antonio, LINDSAY, Alistair, "Causation in EC Merger Control", in *Journal of Competition Law and Economics*, 3(2), 2007, pp.181-202

BISCHKE, Alf-Henrik, BURRICHTER, Jochen, "Failing firm defence in merger control : An overview of EU and national case law", in *e-Competitions Bulletin*, N° 67643, 8 de Julho de 2014, pp.1-13

CASTALDO, Giorgio, BOGDANOV, Aleko, "The Nynas case: The interplay between the failing firm defence and the counterfactual method" in *Journal of European Competition Law & Practice*, 6(5), 2015, pp.324-326

CLARK, Emily F., FOSS, Celia E., "When the failing firm defence fails", in *Journal of European Competition Law & Practice*, 3(4), 2012, pp.317-331

CORREIA, Edward O., "Merger Policy for Failing Firms and Distressed Industries", in *World Competition* 19(4), pp.45-55

CORREIA, Edward O., "Re-examining the failing company defence", in *Antitrust Law Journal*, vol. 64, n.º 3, Primavera 1996, pp. 683-701

DIGANGI, Kyle, "Cutting the Financial Fat From the Failing Firm Defence on Antitrust Law", in *St. John's Law Review*, vol.86, n.1, 2014, pp.277-309.
<http://scholarship.law.stjohns.edu/lawreview/vol86/iss1/8/>. consult.18/11/2015

FOER, Albert A. e RESNIKOFF, Don Allen, " Competition policy and “too big” banks in the European Union and the United States", in *The Antitrust Bulletin*, 59(1) Spring 2014, pp. 9-30
[http://www.antitrustinstitute.org/sites/default/files/ATB%2059%2002%20Foer%20%26%20Resenikof_ATB%2001%20Nguyen%20\(1\)%20\(1\).pdf](http://www.antitrustinstitute.org/sites/default/files/ATB%2059%2002%20Foer%20%26%20Resenikof_ATB%2001%20Nguyen%20(1)%20(1).pdf). consult.7/12/2015

FONTOUKAKOS, Kyriakos, GEARY, Lisa, " The Failing Firm Defence – Some Further Thoughts Post Nynas/Shell and Aegean/Olympic II", in *C.P.I. Europe Cumm*, 2015, pp.1-12. <https://www.competitionpolicyinternational.com/the-failing-firm-defence-some-further-thoughts-post-nynasshell-and-aegeanolympic-ii-introduction>. consult. 9/11/2015

FONTOUKAKOS, Kyriakos, GEARY, Lisa, " Time to bid farewell to the failing firm defense? Some thoughts in the wake of Nynas/Olympic/Aegean", in *C.P.I. Europe Column*, 2013, pp.9-10. <https://www.competitionpolicyinternational.com/time-to-bid-farewell-to-the-failing-firm-defense-some-thoughts-in-the-wake-of-nynas-olympic-aegean>. consult. 17/11/2014

GERADIN, Damien e GIRGENSON, Ianis, "The Counterfactual Method in EU Competition Law: The Cornerstone of the Effects-Based Approach", Dezembro 2011, pag.1, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1970917

GERADIN, Damien, GIRGENSON, Ianis, "The Counterfactual Analysis in EU Merger Control", Novembro 2013, pp.1-15.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2357026 consult. 18/11/2014

GIANNINO, Michele, " There Is Always a First Time: The European Commission Applies the Failing Firm Defence to an Unprofitable Division in NYNAS/Shell/Harburg

- Refinery", Dezembro 2014.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2544084. consult.9/11/2015
- GRAZIUSSI, Valeria, "Assessing the developments of the failing firm defence in the present credit crunch situation", in *Global Antitrust Review - Journal*, 3, 2010, pp. 109-120, <http://www.icc.qmul.ac.uk/docs/gar2010/143877.pdf> consult. 3/12/2015
- HEYER, Ken, KIMMEL, Sheldon, "Merger review of firms in financial distress", Março 2009, pp.4-6, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1368789 consult.17/11/2014
- JOERGENS, Konstantin, "Andersen and the "Failing Firm": The Application of the "Failing Firm Defence" in merger proceedings involving firms providing professional services", in *World Competiton*, 26(3), 2003, pp.363-380
- KOKKORIS Ioannis, "Failing Firm Defence: A Success or Failure for Corporate Restructuring?", in *International Corporate Rescue*, 4(3), 2007, pp.145-156
- KOKKORIS, Ioanis, OLIVARES-CAMINAL, Rodrigo, "Antitrust Law in the Wake of the Recent Financial Crises: A Critical Analysis of the Status Quo and a Roadmap for Reinforcing Enforceability", 2011, p.14 http://works.bepress.com/rodrigo_olivares-caminal/1/. consult. 7/10/2015
- KOKKORIS, Ioannis, "Failing firm defence in the European Union. A panacea for mergers?", in *European Competition Law Review*, vol.27, n.º 9, 2006 , p.494-509
- KOKKORIS, Ioannis, "The two shades of grey: The Aegean/Olympic air transaction in 2011 and 2013" in *International Corporate Rescue*, 11(4), 2014, pp. 193-198
- KOKKORIS, Ioannis, OLIVARES-CAMINAL, Rodrigo, "Competiton Law and Financial Crisis", in *Business Law Review*, Janeiro/Fevereiro 2013, pp.13-23
- KOKKORIS, Ioannis, OLIVARES-CAMINAL, Rodrigo, *Antitrust Law amidst Financial Crisis*, Cambridge University Press, 2010

KOMNINOS, Assimakis e JERAM, Jan, "Changing mind in changed circumstances: Aegean/Olympic II and the failing firm defence" in, *Journal of European Competition Law & Practise*, vol. 5, n.º 9, 2014, pp. 605-615

KROES, Neelie, " Competition law in an economic crisis", 2009, Speech/09/385. http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-09-385_en.htm?locale=en consult.19/11/2014

LINDSAY, Alistar e BERRIDGE, Alison, *The EU Merger Regulation: Substantive Issues*, Sweet & Maxwell, 2012

MARKHAM, Jesse W., "Lessons for competition law from the economic crisis: the prospect for antitrust responses to the "too-big-to-fail" phenomenon", in *Fordham Law Journal of Corporate & Financial Law*, 16 (2), 2011, pp.1-53 <http://ssrn.com/abstract=1634839> consult.17/11/2015

MARSDEN, Philip, "The role of competition and State Aid Policy in Financial and Monetary Law", in *Journal of International Economic Law*, 13(3), 2010, pp.1-14

MASON, Robin A., WEEDS, Helen, "The Failing Firm Defence: Merger Policy and Entry", Centre for Economic Policy Research, Discussion paper No.3664. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=369521, consult.13/01/2016

McCHESNEY, FRED S., "Defending the failing-firm defence", in *Nebraska Law Review*, 65(1), 1986, p.1-19

OCDE, "Competition and the Financial Crisis", 2009, <http://www.oecd.org/competition/sectors/42538399.pdf> consult.8/10/2015

OCDE, "Policy Roundtables failing firm defence", 1995, <http://www.oecd.org/competition/mergers/1920253.pdf>. consult.17/11/2014

OCDE, "Policy Roundtables: The failing firm defence", 2009, <http://www.oecd.org/competition/mergers/45810821.pdf>. consult.17/11/2014

Oxera, "Counterintuitive? Counterfactual analysis in Stagecoach/Preston Bus", pág.3, http://www.oxera.com/Oxera/media/Oxera/downloads/Agenda/Counterfactuals_1.pdf?ext=.pdf consult. 3/12/2015

Oxera, "Failing or just flailing? The failing firm defence in mergers", 15/10/2009. <http://www.oxera.com/Latest-Thinking/Agenda.aspx?month=3&year=2009> consult.18/11/2014

PAIS, Sofia O. "Failing firm defence in merger cases: A first look", in *Juris et de Jure - Nos vinte anos da Faculdade de Direito da Universidade Católica*, 1998, Lisboa: Universidade Católica Portuguesa, pp. 1258 - 1261.

PAIS, Sofia Oliveira, *Entre inovação e concorrência*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2011

PEZZOLI, Andrea , "Tomorrow is another day! Merger review and counterfactual analysis", in *Italian Antitrust Review*, 1(1), 2014, p.60. <http://iar.agcm.it/article/view/9932/9265>. consult.7/10/2015

ROTEM, Yaad, AYAL, Adi, "The failing firm defence - an equity-based approach", p.34. <http://eale.org/content/uploads/2015/08/ffd-paper-100815.pdf>. consult.14/01/2016

ROUSSEVA, Ekaterina, MONTI, Giorgio, "Failing Firm Defence in the framework of the EC Merger Control Regulation", in *European Law Review*, 24(1), 1999, pp.38-55

RUCHIT, Patel, "Development of the European Commission's decisional practice on Failing Divison Defences", in *World Competition*, 38(3), 2015, pp.423-435

SHAPIRO, Carl, "Competition Policy in distressed industries", Department of Justice, 2009, p.2. <http://www.justice.gov/atr/speech/competition-policy-distressed-industries>.

VELJANOVSKI, Cento, "Conterfactual tests in "Competition Law, *Competition Law Journal*", 4, Novembre 2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1714706. consult. 3/12/2015

WAIT, Amanda L., "Surviving the Shipwreck: A Proposal to Revive the Failing Division Defense", in *William & Mary Law Review*, 45(1), 2003, pp.429-468. <http://scholarship.law.wm.edu/wmlr/vol45/iss1/7>. consult. 13/01/2016

WALKER, Mike, et, al., "Failing firm defence: a new theory?", in *Revue des droits de la Concurrence*, n° 2-2010, pp.16-18

ZHONG, Oliver, "The Failing Company Defense after the Commentary: Let It Go" in *University of Michigan Journal of Law Reform*, 41, 2008, pp.745-775